全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

THE NEW MONEY MASTERS

没有任何一本书比得过约翰·特雷恩的《大师的投资习惯》！
——《福布斯》

大师的投资习惯

[美] 约翰·特雷恩 ◎ 著

George Soros
Peter Lynch
Jim Rogers



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE NEW MONEY MASTERS

大师的投资习惯

[美] 约翰·特雷恩 ◎ 著
刘晶晶 ◎ 译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

大师的投资习惯／（美）特雷恩著；刘晶晶译．—北京：中信出版社，2009.11
书名原文：The New Money Masters
ISBN 978-7-5086-1722-0

I. 大… II. ① 特… ② 刘… III. 投资－基本知识 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 181624 号

THE NEW MONEY MASTERS by John Train
Copyright © 1989 by John Train
Simplified Chinese Translation copyright © 2009 by CHINA CITIC PRESS
Published by arrangement with HarperCollins Publishers, USA.
ALL RIGHTS RESERVED.

大师的投资习惯
DASHI DE TOUZI XIGUAN

著　　者：[美]约翰 · 特雷恩
译　　者：刘晶晶
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）
出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦　邮编　100013）
（CITIC Publishing Group）
承 印 者：北京通州皇家印刷厂
开　　本：787mm × 1092mm　1/16　　印　　张：18　　字　　数：221 千字
版　　次：2009 年 11 月第 2 版　　印　　次：2009 年 11 月第 1 次印刷
京权图字：01-2007-2077
书　　号：ISBN 978-7-5086-1722-0/F · 1771
定　　价：36.00 元

版权所有 · 侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84264000
服务传真：010-84264033
http://www.publish.citic.com
E-mail: sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

Preface

本书是1980年第一次出版的《金融大师》的姊妹作品。

自《金融大师》一书出版以来，书中提到的许多投资大师已经退出了舞台，而且现在新的投资大师也已初露峥嵘——他们中许多人都是一些新奇超凡的投资技术的实践者。

现在又到了总结大师们投资经验的时候了。为了增加多样性，本书还探讨了一些著名的机构和资金丰厚的大家族理财的经验。我希望读者能够喜欢看到这个隐藏在温情脉脉的公众形象面纱下、复杂甚至有些扭曲的系统。另外，本书还包括了一位著名的人物——菲利普·卡雷特，他已经在这个行业打拼了60多年，因此他的投资经验非常有启发意义。

在研究过所有的案例后，我试图给出一个总结：这些投资大师和他们的前辈有何不同，我们又如何从他们的发现中获益。

透露一点，我已经将资金交由其中的几位“大师”管理了。

约翰·特雷恩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中信好书

《巴菲特教你读财报》

Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克 著

金融传奇天才巴菲特的前儿媳玛丽·巴菲特与研究巴菲特法则的权威人士戴维·克拉克探秘沃伦·巴菲特的思想精髓，在本书中深入浅出地介绍巴菲特分析公司财务报表的黄金法则。学会像巴菲特一样分析公司财报，你一定能在股市中收获累累硕果！

《巴菲特法则》

Buffettology

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克 著

在投资世界中，沃伦·巴菲特的名字就意味着成功。本书由玛丽·巴菲特——金融传奇天才巴菲特的前儿媳、一个成功的女商人与著名的巴菲特法则追随者大卫·克拉克合著。这是一部独特的投资指南，参考巴菲特撰写的几十年的年度报告，详尽阐述了巴菲特的取胜策略。

《巴菲特实战手册》

The Buffettology Workbook

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克 著

五十多年来，沃伦·巴菲特跃身成为全球首富之一，然而，他的成功之道并不是遵循华尔街的那些流行方法，而是独创出他自己的投资技巧，被世界喻为“巴菲特法则”。享誉国际的作家和演说家玛丽·巴菲特与著名的研究巴菲特法则的权威人士大卫·克拉克再次强强联手，著成本书，从简单概念和方程入手，层层深入地讲解了沃伦·巴菲特的致富之道。

《理财工具箱》

刘彦斌 著

知名理财专家刘彦斌集多年心血，全新推出《理财工具箱》，详细介绍各种理财工具的特点，教你综合运用这些理财工具，让自己的财富滚起来！无论是个人还是家庭，无论是在青年还是中老年，你都需要了解这些理财的基本法则和秘诀，为自己打造生财利器。你不理财，财不理你，现在就开始，学习理财工具应用之道，打理出更幸福和富有的生活！

《大师的投资习惯》

The New Money Masters

[美]约翰·特雷恩 著　出版日期：2009年10月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔治·索罗斯、吉姆·罗杰斯、彼得·林奇、约翰·内夫……股市中的“超级股民”，投资场上的“常胜将军”，怎样造就一段段不可思议的财富神话？本书深入揭示了索罗斯、罗杰斯等大师的成功秘诀，教你成为股市赢家。本书是证券业100本最有影响力的图书之一。

《巴菲特选股十招》

刘建位 著 出版日期：2009年11月

本书作者是一名资深的投资理财师，曾在中央电视台《理财教室》中主讲过《学习巴菲特》的节目。在本书中，作者以多年的从业经验为我们讲述了股神巴菲特的成功历程，以及他的投资成功之道，并结合中国的国情，以中国的文化视角对其成功之路进行了解读，以通俗易懂的语言总结出了巴菲特股票投资的十大秘诀。

《决定孩子一生的理财教育》

[韩] 朴哲 著 出版日期：2009年11月

理财教育也是一门生活教育，它不是单纯灌输知识，而是帮助孩子养成人生所需要的智慧和正确的价值观。本书通过“用钱可以做的五件事”——赚钱、攒钱、分享钱财、消费、借钱，为孩子确立正确的理财观与价值观，是父母对孩子进行理财教育的好教材。

《亿万富翁的专门学校》（暂名）

[日] Chris 冈崎 著 出版日期：2009年11月

这个世界上为什么有人有钱，有人潦倒一生？有人成功，有人似乎注定失败？成功的秘诀不在于你掌握了多少技巧，一个人的思维方式将决定他的成功与否。 “成功之中，思想占了80%，技能占20%”——与众不同的思想观念，让我们一起来分享冈崎先生教授给我们“有钱人法则”！

《让财富来敲门》

宋三江 少铭 高禄峰 著 出版日期：2009年11月

理财也可以轻松学！如果你看腻了枯燥的理财理论，本书将是你的首选！书中以生动的故事，介绍了建立财务报表、进行预算、控制财务平衡、对冲投资风险等个人理财必需的方法，并介绍了在股票、基金、房地产、信托和保险方面的投资战略，通俗生动，浅显易懂，是一本很好看的理财入门指南。

《巴菲特点石成金》（暂名）

[美]约翰•特雷恩 著 出版日期：2009年12月

作为无与伦比的投资大师，巴菲特使用的是什么策略？本书是研究巴菲特成功秘诀的经典书籍，书中介绍了巴菲特的投资策略和传奇故事。该书是第一批展现沃伦·巴菲特的辉煌业绩并试图分析他成功秘诀的书籍之一。本次新版由作者重新作序。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

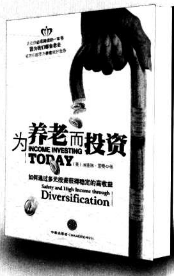
《为养老而投资》

这是你必须阅读的一本书
因为我们都会老去
而我们都要为养老做好准备

炒股？买保险？
买基金？大额定期存单？
你有没有想过
所有这些究竟为了什么？

如今，
中国的老龄化社会也悄然而至
你是否为自己和父母备足了养老金？
如果没有，又该怎样去做？

许多年轻人认为，
唯一的捷径就是在股票市场进行投资。
可是众所周知，
股市对于投资来者来说，
尤其那些即将或已经退休的人们而言，颇具风险！



《为养老而投资》
作者：理查德·雷曼
估价：29.00 元
出版日期：2009 年 9 月
上架建议：投资理财

《为养老而投资》
为读者提供了良好的投资选择，即通过多种安全的投资方法获得稳健的投资收益，而这些方式没有股市那样要冒下跌的风险。

作者简介：

理查德·雷曼

收入安全顾问公司主席。其文章曾在《福布斯/雷曼收入安全投资者通讯》，《ETF投资者评论》以及《不良债务安全评论》发表过。他在1983年成立BIA，该机构旨在为个人债券投资者提供信息和法律支持。它也是ISA的前身。他也是《福布斯》杂志的评论员，从1976年起积极从事固定收益咨询和折价债券的研究。他同时也是FAINX的投资组合部门的负责人，该机构公开进行无佣金基金的交易。雷曼此前已经多次在迈阿密进行金融和会计方面的讲座，也在各个投资机构进行讲座。他获得了哥伦比亚大学的MBA学位，拥有注册会计师职称，也是美国证券交易委员会特约投资顾问。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序 / XI

第一章 吉姆 · 罗杰斯："自上而下"的投资大师 / 1

那些极其成功的投资者有时会"发明"出一些新奇的投资策略，吉姆 · 罗杰斯就是其中之一——他押注于整个国家。当罗杰斯确定一个国家比大家普遍相信的更有前途时，他就在其他投资者甚至尚未意识到存在进行这种交易的可能性之前，将赌注押在这个国家上。

什么是"好"国家 / 6
投资空地 / 7
不要过早地投资 / 8
了解世界 / 9
美国的前景 / 14
寻找长期变化 / 15
独立思考 / 22
考虑最坏的情况 / 23
只做看准的交易 / 24
阅读财务报表 / 24
发现顶部 / 26
识别底部 / 27
不可避免的灾难 / 29

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失误 / 30
美元的贬值 / 31
罗杰斯看好的国家 / 31
特别的建议 / 32

第二章 迈克尔 · 斯坦哈特：策略型交易者 / 33

斯坦哈特可以被称做策略型交易者。首先，他形成一种大的和总体的概念——普通投资者在读报的时候也都会形成这种概念：日元将对美元升值、通货膨胀将恶化、石油股反弹的时机已经到了。有了一个总的概念性框架，斯坦哈特着手寻找个股。

交易技巧 / 41
做空方 / 44
选股专家 / 47
通货膨胀中的投资 / 49

第三章 菲利普 · 卡雷特：赚钱天才 / 53

卡雷特在某种程度上可以被视为"老板"的沃伦 · 巴菲特。的确，他们在外表上也很相似：圆脑袋并喜欢咧嘴微笑。两人都有一种反叛的性格：他们寻找没人想要的东西。两人都比较喜欢诸如自来水公司或桥梁公司之类的冷门股，而且不在意这些股票被市场长期冷落。特别是，他们都具有成功的价值投资者应有的耐心。

55 年的复合收益 / 55
大衰退的必然性 / 56
投资偏好 / 58
所有者管理 / 61
了解管理层 / 63
作为投资者的医生 / 63
"比大多数人更独特" / 64
完美的家庭 / 65
自立门户 / 66
赚钱头脑 / 67
聪明的投资 / 68

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 乔治·索罗斯：世界级的投机大师／71

在所有证券组合投资管理者中，以年平均收益率计，乔治·索罗斯可能保持着最辉煌的长期纪录：19 年 34% 的年复合增长率。就像斯坦哈特一样，他大量利用杠杆进行投资；因此其承担的风险和获得的收益与那些保守型的基金经理不可同日而语。

实时实验／77
投机日元／80
对赌美元／81
变化着的规则／81
孤注一掷／83
"一生一次的牛市"／83
股票概念／84
"双轨"战略／85
最近的操作／87
社会与个人／88
投资技巧／88
尽量简单化／89
市场理论／89
反身性理论／90
贷款对担保的影响／91
管制／91
石油问题／92
均衡理论与投机市场／92
自我加强的循环／93
繁荣与萧条的交替／93
转折点："趋势是你的朋友"／94
灵活的理论框架／95
货币——存在主义的选择／95
自我否定的预言／96
新瓶装旧酒／97
索罗斯的忠告／98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 家族理财机构：会增殖的“新”钱 / 99

这是一种趋势吗？当家族理财机构，那些一贯保持沉默的财富王国管家，纷纷向大众敞开大门时，对那些需要金融服务却又无法建立自己的代理理财机构的一些较小的家族来说，不是一个很好的机会吗？

家族理财机构 / 101
与衰落作斗争的家族 / 102
投资顾问 / 104
老年人 / 106
谁来付管理费？ / 107
逃离陷阱 / 107
信托 / 108
5 600 号房间 / 110
贝西默信托 / 114
美国信托公司的沉浮 / 117
家族理财机构还是投资顾问公司？ / 122

第六章 乔治·米凯利斯：净资产收益率的倡导者 / 125

本杰明·格雷厄姆的投资信条是购买价格低于实际价值的资产。米凯利斯对此做了一点变异：盈利能力和资产一样重要，因此要尽量购买市盈率低的股票。如果合适，米凯利斯以等于或高于资产的价值的价格购买盈利能力非常好的公司的股票。

价格意识 / 133
财务公司债券 / 134
特种债券 / 136
衍生工具 / 137
资产丰富的公司 / 138
管理层的诚信 / 139
投资管理 / 139
业绩监督 / 140
投资建议 / 141

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 约翰·内夫：价值投资的奇才 / 143

内夫是一位价值投资型基金经理：他只买那些非常便宜且市场表现不佳的股票；而且他总是在他认为股价很高或走势很强时卖出。他总是买进那些不活跃、不起眼的股票，用他的话说就是"被误解的、满面愁容的"的股票，而当市场重新发现它们，并将它们推高到合理价位甚至超出时，他开始卖出了。

精简的投资策略 / 150
捡便宜货 / 151
收益与付出之比 / 152
何时买进 / 153
何时卖出 / 154
耐心 / 155
冷门股以及不被人看好的股票 / 155
忠告 / 156

第八章 拉尔夫·万格：发掘潜力公司的大师 / 159

万格说他在投资时使用隐喻，以洞悉一家公司利润和增长的源泉，领会管理部门的目标和想法，发现竞争和危险。"只要隐喻仍然恰如其分，我就会继续持有股票；如果持有一只股票的理由不再充分时，我就抛出。"

涉足投资业 / 163
突出的业绩 / 164
投资哲学 / 165
了解趋势 / 166
道琼斯泡沫 / 169
亚洲的崛起 / 170
破碎的水晶球 / 172
隐性的消息 / 173
夸大的新闻 / 173
好公司的标准 / 174
投资与投机 / 176
鲁宾斯坦原则 / 176

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建议／177
房地产业／178
银行业／179
环太平洋地区／180

第九章 沃尔特·卡伯特：哈佛大学财务主管／181

作为哈佛大学的财务主管，保罗·卡伯特（Paul Cabot）管理着这所大学的捐赠基金，在他的管理下，15年里，这笔基金从2亿美元增加到了10亿美元。

充分利用外部资源／186
指数化／190
产品线／191
打造团队／192
进军私人投资领域／193
石油和天然气／197
大崩溃／199
小结／200

第十章 彼得·林奇：执著追求／205

一个人，基本上没有助手班子，管理着规模高达百亿美元的麦哲伦基金（Magellan Fund），怎么可能比一家只管理着几十亿美元资本的大型、能干的组织——而且是由一个老牌名校的法人机构组建的——做得更好呢？换句话说，彼得·林奇怎么可能比他的哈佛管理公司的同行们干得还要出色得多的呢？

彼得·林奇的技巧／209
过滤信息／211
第一手资料／211
人际网络／215
找到“大赢家”／220
家庭／223
办公室／223
在调查之前投资／224

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人投资者相对于职业投资者的优势 / 227
意外的成功 / 228
打听竞争对手的情况 / 228
内部人购买 / 229
投资成长型公司 / 230
小亏大赚 / 231
高增长，高市盈率 / 232
“耳语”股票 / 232
“分散化” / 233
热门股 / 233
投资简单的公司 / 234
管理层和业务哪个更重要？ / 234
没有禁区 / 235
令人望而却步的公司 / 236
去国外投资 / 237
避免扎堆 / 239
法则与简化 / 239
真知灼见 / 241
一年 15 分钟 / 241
期权 / 242
接管与杠杆收购 / 242
案头研究 / 243
计算机不是万能的 / 243
资产配置 / 244
建议 / 245
伟大的成功需要什么？ / 245

第十一章 结论 / 247

搜索不懈的投资者 / 249
成长还是价值？ / 252
发现趋势性变化 / 252
新的投资领域 / 253

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际化投资 / 255
投资机会：O=V–P / 256
市场时机的选择 / 257
投资互助基金如何？ / 258
公司还是基金？ / 261
稳定的增长 / 261
反向工程 / 266
投资是一门艺术 / 268

跋 / 271

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The New Money Masters

吉姆·罗杰斯：『自上而下』的投资大师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些极其成功的投资者有时会“发明”出一些新奇的投资策略，吉姆 · 罗杰斯就是其中之一——他押注于整个国家。当罗杰斯确定一个国家比大家普遍相信的更有前途时，他就在其他投资者甚至尚未意识到存在进行这种交易的可能性之前，将赌注押在这个国家上。

例如葡萄牙，1974年被极左派接管之后，这个国家就一直处于内战边缘。这种情况与萨尔瓦多 · 阿连德（Salvador Allende）执政时的智利类似，政府从国外引入了许多激进主义分子准备在本国进行一场左派运动：智利从古巴引入了几千人，而葡萄牙从苏联请来了几百人。资本纷纷逃离，商业一片萧条。后来，葡萄牙的右翼力量通过斗争重新执掌了政权，废除了激进的左倾政策，经济开始复苏，投资者的信心也在逐渐恢复。旅游业和商业有所好转，尽管未能恢复到之前的水平。开始有外资到葡萄牙进行实业投资，但是一向高度敏感的股票市场仍然没有对外资开放。

1984 年，罗杰斯感到时机成熟了。他就投资事宜与葡萄牙金融管理当局进行了接洽。1985 年，也就是 6 个月之后，葡萄牙金融管理当局同意罗杰斯可以将他在葡萄牙进行股票投资所获得的收益兑换成美元。里斯本最顶尖的投资公司告诉他，葡萄牙的股票都不值得推荐。然而，罗杰斯不仅让他们为他购买了在里斯本交易所上市的所有 24 只股票，而且还指示他们以后为他买入所有新发行的股票。他最终持有了全部 35 只股票。葡萄牙的经济从此以后日益好转，他的这次出击也斩获颇丰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗杰斯在1984年的另外一次绝妙出击是在奥地利。奥地利的股票市场一直十分低迷，与23年前即1961年相比缩水了近一半。许多欧洲国家都出台了一些刺激投资的政策以激励本国资本市场的发展，其中也包括法国——在密特朗总统的社会党政府领导下，法国的经济和货币趋于崩溃。罗杰斯认为奥地利政府正准备步其后尘。他确信，欧洲那些正在四处寻找投资机会的基金经理们不久就会注意到奥地利。于是他向奥地利一家大银行在纽约的分支机构咨询外资如何才能投资奥地利股票。但是这家银行不知道：事实上，一直没人对这个国家感兴趣，尽管其经济形势稳定，发展良好。由于外界有关奥地利的信息非常匮乏，因此，罗杰斯决定亲自去维也纳进行考察。在奥地利财政部，他询问有没有政治派系或其他利益集团反对开放股票市场。当罗杰斯得知并没有势力集团反对外资投资股票市场时，他觉得机不可失。

但是，有一个问题：摩根士丹利国际指数（Morgan Stanley's International Index）表明奥地利股票的平均市盈率竟然令人吃惊地高达67。经过研究，罗杰斯发现这种统计完全是一种误导，因为这个指数仅由9家公司的股票构成，其中3家还在亏损。摩根士丹利还断言奥地利股票市场缺乏足够的流动性。然而，后来才发现，流动性不足仅仅是因为大部分交易都是在交易所之外完成的，而银行之间交易非常活跃。"摩根士丹利的分析师该被枪毙"，这是罗杰斯"仁慈"的判决。另一方面，正是由于摩根士丹利令人沮丧的数字，或许还由于其他外国投资者懒得做分析研究，除了罗杰斯，几乎没有别的外国投资者对奥地利感兴趣。于是，罗杰斯下了赌注。而就在第二年，奥地利信贷联合银行股票指数上涨了145%。

与此同时，罗杰斯确信已经沉寂了15年的德国的资本市场即将迎来繁荣期，而且德国正面临着开放资本市场的压力。正如他当时说的，"在接下来的3年里，德国股市将进入一个超级大牛市。投资者将获得出乎意料的收益"。他打电话给一个德国的股票经纪人，宣称他想买一系列股票。这位经纪人问罗杰斯是否需要他推荐一些股票或提供一些报告、消息和每日的股票报价。"不，"罗杰斯回答说，"德国经济即将出现令人难以置信的高速增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我以通常的标准去看这些价格，那么我可能会卖掉这些股票。”他买进这些股票，股市也在不断上涨。到了 1986 年夏天，即他买入股票的 18 个月后，德国股市翻了一番，罗杰斯抛出了其持有的股票。

在股票市场，罗杰斯不仅喜欢做多，而且也同样喜欢做空——即卖掉他并不真想拥有的股票，期望以后能以更便宜的价格平仓（重新买回）。“找到一个没有人看好的国家是一件很有趣的事。”他说，“唯一比这更有趣的是，找到一个所有人都看好的国家，然后做空。”就在罗杰斯在奥地利投机冒险的同年，他打赌瑞典股市将下跌，而当时瑞典股市在过去 4 年内翻了 6 番。次年，瑞典股市只下跌了 10% 左右，但是，罗杰斯做空的那些投机性特别强的股票，包括爱立信、ASEA、法玛西亚（Pharmacia）和瑞典金宝（Gambro），都跌了 40%~60%。

1986 年，罗杰斯再次做空，这一次是在挪威。他解释说：“他们有丰厚的石油收入，并认为这种状况会一直持续下去。但是此后，石油价格暴挫。而股市年初一度运行在历史最高位。看起来这是一个适合做空的市场。”挪威股市继续上涨，但在 1987 年终于崩溃了。1987 年 11 月，罗杰斯平掉了他在挪威市场的空头头寸以及其他股票市场的所有空头头寸。

1985 年，罗杰斯尝试在马来半岛投资。当时，新加坡储蓄率高达 42%。总理李光耀在新加坡推行强政府施政模式和集体主义的“亚洲价值观”。他要求雇主和雇员都要上缴退休金到一个由政府统一管理的退休基金账户。然后，他允许动用这笔资金购买蓝筹股。接着，他还削减了股票投资方面的税收。这样做的确增加了对股票的需求，但是并没有刺激本国资本市场走向繁荣，因为新加坡的经济和股市总体偏弱。经济增长率从 1984 年的 8.2% 下降到 1985 年第二季度的 −1.4%。于是，新加坡政府采取了许多应急措施来刺激经济。但是，新泛电工业公司（Pan Electric）——一家在新加坡注册的大型控股公司——却突然宣布破产[①]了。这家公司在中国香港、马来西亚、百

① 1985 年 12 月 2 日，新加坡的新泛电工业公司（Pan-Electric Industries Ltd）因高级管理层滥用巨额资金被清算而宣布破产。这一事件牵连到多家股票经纪公司和交易大户，间接导致新加坡和吉隆坡股票交易所史无前例的 3 天闭市（“Pan-El 危机”）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慕大、文莱和英国有许多分公司。新加坡政府慌了手脚，12 月 2 日，新加坡和吉隆坡的股票交易所被迫关闭。

罗杰斯告诉他在新加坡政府的朋友，这样做是一个可怕的错误。几天后两家交易所一恢复交易，总市值就跌去了 1/4。不过，对于罗杰斯来说，这是一个底部信号，于是他果断买进。马来西亚政府停止了新股发行，直到市场秩序完全恢复，新加坡也通过了类似的禁令。股票供应短缺，而投资税减少刺激了股票需求，最终这两种因素一起推动两地股市不断上行。在 18 个月之内，两国股票市场都翻了一番。罗杰斯认为，这两个国家都是以自然资源为基础的经济体，因此，如果考虑到未来商品价格可能会有所上涨，那么，这种牛市将继续下去。

罗杰斯也喜欢巴西：在巴西，他有大量的投资，尽管巴西的货币是不可兑换的。他在 20 世纪 70 年代早期就进入了巴西市场。在这里，一位股票交易所的官员告诉他，外国人是不能在巴西公开买卖股票的；股票交易必须通过黑市进行。

“好，那么，黑市在哪里？”罗杰斯问。

“我就是黑市。”这个官员回答说。

罗杰斯用一个他从未见过面的巴西人的名字开了一个银行账户，用它购买股票，支付银行佣金，赚了个盆满钵盈。“仅仅用了几年时间，整个市场就翻了 10~15 倍。不是一只股票，是整个股票市场！这相当于道琼斯指数暴涨到 23 000 点！”他说。

一般来说，罗杰斯对利用当地人做掩护来规避交易所管制的做法并不感兴趣。假如这个人死了该怎么办？约翰 · 邓普顿（John Templeton）①曾告诉罗杰斯他正在韩国进行股票投资，但这在法律上是不允许的，罗杰斯不知道他具体是如何操作的。

罗杰斯的策略是始终以本人的名义在各国最大的银行持有他的财产，他

① 约翰 · 邓普顿，邓普顿基金和邓普顿基金会的发起人，价值投资实践的典范，和巴菲特同为“价值投资之父”格雷厄姆的高徒，与巴菲特、索罗斯、彼得 · 林奇并列为“20 世纪十大投资大师”（《纽约时报》，1999 年），被福布斯资本家杂志称为“环球投资之父”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤其偏好那些在纽约设有分支机构的银行。他的理由是，一旦发生全国性的经济或政治危机，那么该国最大的银行将是最后破产的银行。

什么是“好”国家

罗杰斯判断一个值得投资的“好”国家的4个主要标准是：

1. 这个国家的经济状况要远远好于过去任何时期。

2. 这个国家的经济状况要比目前大家普遍认为的要好。

3. 货币必须是可兑换的。货币的可兑换性是一个很有趣的问题。基本上，罗杰斯认为等到一国货币已经可兑换之后再进入该国进行投资是最佳的选择。如果一国货币将在一个月后实现可兑换，那么他就会再等一个月。罗杰斯的一个重要观点是，在一国货币实现可兑换后，就会有大量投资机会。

4. 对于投资者而言，该国资本市场必须有足够的流动性。（这和投资者不愿购买“投资信”[①]股票是一个道理。）罗杰斯说：“如果我错了，无论如何我都希望能尽快脱身。”

除此之外，如果其他外国投资不能进入市场，那么在这样的国家进行投资是没有什么好处的。因此，罗杰斯希望通过常规渠道到一个国家进行投资，以观察那些追随他而来的投资者的遭遇。人们有时声称他们正在结识央行董事会主席或其他显要人物。但是，用罗杰斯的话说，这些权贵可能正在用“花言巧语”来吸引投资者。而那些没有认识这些大人物的投资者就不会受到这种欢迎。

罗杰斯说他考虑在印尼买入股票。1988年，印尼实现了经常项目下的可兑换。环太平洋地区经济蓬勃发展，印尼拥有丰富的自然资源，而且有发展经济所需要的大量廉价劳动力。为了鼓励外资投资，印尼政府还专门成立一个外资投资促进委员会。印尼当局决定建立一个股票市场，因为这一地区

① 在许多国家，投资者购买以私募方式发行新股时必须签署一份投资信（investment letter），声明购买的目的是为了投资而不是为了再次出售。投资信股票要么不能变现，要么变现成本非常高。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的其他国家都有股票市场。印尼股票市场开始时只有24只股票（其中只有一部分允许境外投资者投资）。所有这些措施都很成功。接着，印尼政府开始研究，“既然我们已经成功地将外资吸引进了股票市场，那么我们怎样才能鼓励本地投资者也来购买股票？”这才刚刚开始，罗杰斯认为，而如果他的观点是正确的，那么这场投资运动将走得更远。罗杰斯看好农产品，因为农业是基础产业。他还预见到原油价格将上涨。“从现在起，5年后，美林和詹金宝（James Capel）① 将在这里开设办事处。7年后，商品市场将出现繁荣，甚至贝奇（Bache）② 也会在这里有办事处。不过，那也是牛市的顶点。无论如何，每位愿意冒险一试的投资者都应该联系印尼的股票经纪商，并买进所有可以买到的股票以及所有即将上市的股票”。

前几天，罗杰斯透露，约翰·邓普顿曾打电话给他，说某个国家的股票看起来出奇的便宜。罗杰斯回答说他想知道这些股票为什么便宜。有许多国家的股票都便宜，并且将一直便宜下去，关键是他希望知道造成这种局面的原因。当罗杰斯买进奥地利和葡萄牙的股票时，其他投资者甚至还不知道如何才能到这些国家投资。而当罗杰斯获悉其他国外投资者已经得到这些信息时，他可以预见到更好的投资前景，因为国外对这些股票的需求将急遽增加。

投资空地

国外不时有新的油田被发现，这些都是很好的机会。我向罗杰斯描述了我自己利用这些机会的经验。我发现投资省会或首都的停车场是一个有趣的途径。停车场不受“房租控制”③ 限制，而且不需要投入大量资金进

① 詹金宝是英国的老牌投资银行，1986年被汇丰收购。——译者注

② 贝奇即贝奇金融（Bache Financial），为国际大型衍生品经纪商，隶属于美国保德信保险公司（Prudential Insurance）。1968年，罗杰斯从陆军复员后，就是在这里找到了他在华尔街的第一份工作。——译者注

③ “房租控制”（rent control）这个词出现在对房东可收取的房租数额或房租上涨额度进行限制的法律或政府法规里。许多国家有限制房东收取的房租数额的法律，这些法律限制了房租可以上涨的情形和次数，而停车场一般不在此列。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行改造。最终，新发现油田的大部分利润都要流入政府部门，因为各国政府无一例外都会对石油开发商征税。这部分税收收入接着会使所有相关的政府部门受益，这意味着更多的政府雇员、更多的办公机构和更多的办公用房。于是，整个城市就会繁荣起来。即使在苏格兰，在发现北海油田期间，这种投资选择也比费心考虑哪家石油勘探公司拥有最好的地段、哪家企业是输油管的主要供应商或者为钻探平台提供直升机运输服务容易。这些城市的空地的地价最终都飙升，而对投资者来说，这种投资方法是非常省心的。

罗杰斯同意这点，但是，他指出，如果弄糟了，空地可能卖不出去。而股票市场可能会缩水一半或3/4，但你至少能退出来。我回答说股票市场也可能被迫关闭或完全丧失流动性——以前许多国家确实出现过这种情况，他还参加过这些国家股市的恢复。在法国，当情况变得极端严峻时，资本纷纷抛售金融资产，转持实物资产。而且不能将这些空地立即卖掉——急于将空地出手也许是受不了诱惑——也不一定就是坏事：长期持有空地或许已经成了所有投资策略中最有利可图的策略。罗杰斯没有反驳，但他自己仍然更偏好流动性。

不要过早地投资

有时，罗杰斯也会在未被发现的市场过早地进行投资。1985年，伊朗和阿富汗都在忙于战争，东方的地毯对西方的供应锐减。当时罗杰斯听信了一个传闻，传闻说尼泊尔经济正在走向繁荣，受惠于国外对当地地毯需求量的增加。于是，他亲自来到加德满都。这个孤身一人的美国人的兴趣令尼泊尔股票交易所的负责人着实吃惊不小。实际上，在这个市场只有9只股票，而且交易量很少。罗杰斯回忆道，他向加德满都主街两旁的小商店望了几眼，“这是一个真正原始的社会。太偏远，太复杂，还没有现代通讯”。他确定，骑摩托车去喜马拉雅山玩一趟要比在这里投资更有意思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解世界

投资者如何判断不同国家的风险和机会呢？通过旅行，通过阅读历史和哲学——而不是待在商学院里。罗杰斯说他自己的成功得益于发现那些别人都不关注的事和别人没有去过却将要去的地方。他引用吉卜林（Kipling）[①]的话说："那些只知道英格兰的人能了解英格兰什么呢？"他说他经常是从美国人的角度看英国，从英国人的角度看美国。

还是学生时，罗杰斯就能意识到国际货币市场汇率变动和资本流动的方向。20世纪60年代初，从耶鲁大学毕业后，罗杰斯获得了牛津大学的奖学金，进入牛津大学学习。当时，他确信英镑将要贬值，因此，他每天都只揣几先令走来走去，希望在英镑不可避免地贬值后能获得一个更有利的汇率将美元兑换为英镑。尽管英镑的贬值是不可避免的，但是罗杰斯并没有等到那一天——在英国政府最终允许英镑贬值前，他已经回到了美国。

自称"来自亚拉巴马的穷小子"的罗杰斯出生在迪莫波利斯（Demopolis），家里面的电话号码是5，非常好记。离罗杰斯家最近的大城市是50英里（1英里约为1.6公里）之外、有着19 000人口的塞尔马（Selma）。罗杰斯的父亲是一个古老的亚拉巴马家族的成员，为博登化学公司（Borden Chemical）管理着一家生产木工胶和甲醛的工厂。

罗杰斯进入耶鲁大学学习，1964年毕业。由于一时拿不定主意要从事什么职业，他申请了几家研究生院，并参加了几次校园招聘的面试，其中一位来自多米尼克合伙证券公司（Dominick & Dominick）的面试官是在纽约贫民区长大的，对罗杰斯印象很好，就向罗杰斯发出了邀请，邀请罗杰斯到他们公司来。结果，罗杰斯只好解释说，他已经决定秋天去牛津大学读书，并问他能否只在他们公司工作一个暑假。这是一个不同寻常的要求，最终罗杰斯还是如愿了。当时，罗杰斯对股票和债券都一无所知，但是，他几乎立即爱上了证券投资。

---

① 吉卜林（1865~1936），英国作家，1907年获诺贝尔文学奖。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我对这个行业感兴趣的真正原因不是为了投资，因为那时我还没有钱，而是因为，干这一行，只要你聪明，那么你全部要做的就是运用你的智慧，并关注这个世界。当时，我对世界上正在发生的事情有着非常浓厚的兴趣，常贪婪地阅读以获得这方面的信息。你不必费心打领带[①]，也不必加入乡村俱乐部或教师家长会。你可以做你想做的事，并得到相应的报酬。我认为，那是我所见过的最令人兴奋的职业。”那年秋天，他去了牛津。在牛津大学，身材相对矮小的罗杰斯曾以舵手的身份赢得过划船比赛的冠军。（巧合的是约翰 · 邓普顿也是在南方的小镇长大，并去了耶鲁和牛津。他们是经巴里奥（Balliol）学院院长介绍才认识的。）

罗杰斯说起话来语调温和，近乎羞涩——但是能够迅速而准确地抓住要点。他总是一成不变地穿着一件运动夹克和不相配的裤子，即使是在纽约冬天严寒的天气里，也不穿外套。到罗杰斯回美国的时候，他意识到自己最感兴趣的领域是国际金融。他梦想成为像“苏黎世财神”（Gnome of Zurich）[②]一样的人，传说这位瑞士银行家到处都有投资。1965 年夏天，他回到多米尼克合伙证券公司，在该公司的场外交易部门工作。接着，罗杰斯服了两年的兵役。在军队中，罗杰斯为其指挥官管理着一个资产组合，并有了一定要赚钱的决心。“我想赚到足够的钱，这样我就不用再为工作担心。”他说。

退役以后，他先是在贝奇工作，接着又在基尔德公司工作了一段。在那里，他悟出了一个道理：“你最好理解数字。20 世纪 60 年代，许多人并不知道他们正在做什么。现在也如此，许多人正在赚钱，但并不知道是怎么赚的。”随后，他去了纽伯格－伯尔曼（Neuberger & Berman）公司。

1970 年，在欧洲老牌投资银行阿霍尔德－布雷希洛德合伙公司（Arnhold & S. Bleichroeder）时，罗杰斯遇到了乔治 · 索罗斯。他们组成了业内最成功的“双子星”投资团队。他们一起工作时，没有一年是亏损的。从 1969

---

① 他现在总是打着蝴蝶结领结。

② 苏黎世财神是位神秘的瑞士银行家，据传说，他控制了全球资本流动并从中获利。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年12月31日到1980年12月31日，索罗斯基金[①]的收益率为3 365%，而同期标准普尔指数仅上涨了47%。开始时，量子基金只有他们两个人和一个秘书。索罗斯负责交易，罗杰斯负责研究。

量子基金的一个重要特点在于其独立的风格。罗杰斯和索罗斯都没有时间去考虑华尔街的研究报告。“他们都是随大流。这样做不可能获得成功，”罗杰斯说，“这是最快的破产方法。”但是，罗杰斯认为自己并非一个反向投资者[②]——从1959年起每年都购买美国钢铁公司（U.S. Steel）的股票，然后每年都亏损的那些人。投资者可以选择与众不同的投资策略，但前提是你对自己判断的正确性必须有把握。

量子基金最大的成功在于其预测大的和总体趋势的能力——这些变化是长期的，而非“周期性的”。罗杰斯在他自己的投资中仍然保持这一原则，他当时解释说：“我们对某个公司下季度的盈利或者1975年铝的发货量并不是太感兴趣，而我们真正感兴趣的是主要的社会、经济和政治因素，在将来某个时候如何改变一个产业或股票板块的命运。如果当前的股票价格和我们所预测的存在很大差异，那反而更好，因为只有这样我们才有钱可赚。”这就是华尔街所谓的“自上而下”的投资策略。

量子基金建立10年后，尽管公司员工已经达到了13人，但是做研究工作的仍然只有索罗斯和罗杰斯两个人。在此期间，量子基金管理的资金已由开始时的1 200万美元增长到2.5亿美元——这也是促使罗杰斯在1980年离开的原因：他认为大的基金将变得难以管理。他离开时，分得的利润达1 400万美元。

罗杰斯将自己描述成“一个极度不合群的人、喜欢独来独往的人、厌世者”。他有些放荡不羁，曾骑摩托车纵穿拉丁美洲。他说自己基本上不喜欢与人交往，尽管他很乐意在哥伦比亚大学商学院给学生们讲授证券分析。他

---

① 双子星基金由索罗斯和吉姆·罗杰斯于1969年创立，资本额为400万美元，1973年改名为索罗斯基金，资本额约1 200万美元；1979年，公司更名为量子公司。——译者注

② 反向投资者（contrarian）指做出与大众的智识相反决定的投资者，如购买当时不被看好的证券。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用第一次讲课的收入作为会费，取得了哥伦比亚体育馆的终身会员资格。沃伦·巴菲特听过罗杰斯的课，说那“太动人了……罗杰斯正在做着本·格雷厄姆30年前所做的工作——将真实的投资世界带入教室”。

罗杰斯计划将他的大部分财产捐给牛津和耶鲁作为旅游资助，让其他人有和他一样宽阔的视野。如果学生们同意在接下来的两年里75%的时间待在国外，那么这两年他们每年将获得18 000美元的资助。除此之外，没有任何附加约束。罗杰斯还对其在哥伦比亚大学商学院的学生说：“学习历史和哲学吧。干什么都比待在商学院好：当服务员，搭便车到远东旅行。”罗杰斯强调，只有这样，他们才能对生活有一个全面的了解。

罗杰斯曾打算去读MBA。然而，多米尼克合伙证券公司的一个高级合伙人告诉他：“做空一手大豆，那么你在这一次交易中所学到的东西都远比你在商学院待上两年所学到的要多。”罗杰斯没有去读MBA，而且的确很快就学会了如何亏钱。他在1968年开始做投机生意。1970年1月，他预感到股市即将转熊，于是就用自己全部的资金买了一些机具公司的看跌期权。1970年5月26日，他平掉了这些看跌期权。“我就知道会有这一天。”他说。仅过了三四个月的时间，这些期权中的许多期权的价值就翻了3倍多。股市反弹了几个月后，罗杰斯又重新做空了那些股票。但是，从此以后，股市持续强劲上涨了两年时间。罗杰斯亏掉了所有的钱。这次亏损的数目并不大，但这是他的全部积蓄。他感到多米尼克合伙公司的那位合伙人是正确的：这是一次非常有用的经历，而且他很庆幸这次经历的代价是5 000美元而不是5 000万美元。

直到那时，罗杰斯确定他开始自己事业的最好方式是管理一个对冲基金，因为对冲基金不仅可以买卖股票，而且还可以做空。从此，他从没有停止过做空，而且收益颇丰。“直到今天，每当听到人们说我是幸运的投资者时，我就很生气。”罗杰斯说，“做空的时候更糟：我告诉他们股市将走熊，他们最好卖掉手中的股票。我告诉他们我自己打算做空。但是，他们回答说摩根担保信托银行（Morgan Guaranty）看好工业发展前景。接着，那些公司开始遇到麻烦，股票价格下跌。随后，人们又将责任归咎于我。他们甚至还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将石油价格的下跌归咎于我。我以前不理解《杀死信使》[①]的故事，直到这一切都发生在我身上！"

出于对国际金融投资的热爱，1971年，在美国个人持有黄金重新合法前，罗杰斯在瑞士银行开了一个正式的纳税账户，并开始在加拿大购买以1盎司为单位的金条。罗杰斯收藏的一张卡蒂埃－布列松（Cartier-Bresson）拍的照片给了他深刻的印象，这张照片拍摄的是1949年中国的一家银行门外等待着将纸币换成黄金的骚乱的人群。罗杰斯一次带一块或两块金条进入美国，以免被发现时有太多的麻烦。他持有大量的黄金作为一个"保险策略"，尽管他不相信金价很快就会上涨：一旦南非的情况变糟时，该国政府、企业和个人会争相出售他们在国外持有的黄金，因为这是他们在国外所持有的唯一资产，这将促使金价回落。

1987年，他觉得美元对日元将出现大幅下跌，但是同时也发现东京市场存在很严重的操纵现象。过了这么多年，大部分美国投资者仍然不懂利用外国货币和债券来对冲美元贬值或美国股市下跌的风险，罗杰斯对此感到十分困惑。

罗杰斯现在"已经退休"，管着他自己的钱。他说："每个人都梦想赚很多钱，但是这并不容易。"他将自己的大部分成就归功于勤奋。罗杰斯说，当他是一个专职的基金经理时，"我的工作是我生活中最重要的事情。在工作做完之前，我不会去做任何其他事情"。当罗杰斯加入量子基金时，他搬进了河边大道一座漂亮、富有艺术风格的房子里。他每天骑自行车去哥伦布环形广场边上的办公室，在这里，他不停歇地工作——10年没有休过一次假。罗杰斯现在仍住在那座宅邸里，这座房子被他用英国俱乐部式的风格重新装修了一遍。"那时是我工作最紧张的时候，"罗杰斯说，"我对整个世界正在发生的事情了如指掌，作为一个人能做到的也就这么多了。"他说当他的观点和其他所有人都不同时，他从不对自己是否正确感到焦虑。"其他人

① 《杀死信使》（*Kill the Messenger*），Tami Hoag 写的一本小说，后被改编成同名电影。故事讲的是两兄弟在为一位官员送信时却又遭到该官员的追杀，因为信件背后隐藏着不可告人的计划。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在晚上不能入睡，而我高枕无忧。”

美国的前景

当时，美国政府已经陷入了失控状态：货币贬值速度几乎超过了历史上的任何时期。在古罗马，完成货币贬值用了300年；西班牙用了一个多世纪；19世纪的英国用了50年；然而，在最近的12年里，美国的财政赤字增长速度已经超过过去任何时期。18世纪和19世纪，美国是净债务国，但是这些钱是用于生产性积累的。现在借钱却是为军费开支和转移支付融资。在两三年内，美国的外债将超过世界上其他国家外债量的总和。罗杰斯说，全球储备货币贬值如此之快，这在世界历史上是没有先例的，而由此带来的影响还没有在金融市场里完全反映出来。

罗杰斯认为，不管怎么样，接下来的事情都会变得非常糟糕。不需要太久，那些借钱给美国的国家就会意识到这里的局面已经失控，进而将停止借钱给美国。届时，美国政府将面临以下三种选择：

1. 坐视不理，完全靠在国内融资以偿还这些债务。但是美国的储蓄率只有3%，因此利率将涨到18%或20%。那时，债券市场将完全消失，而且货币兑换将受到控制（不过，这种限制不针对已经在国外的资金，而是为了防止资金从美国流出）。
2. 通过财政政策尽可能地鼓励储蓄。
3. 削减政府支出。

这些措施中的任何一项都会打击经济增长。因此，金融危机将不可避免地发生。金融机构将大量破产，华尔街和东京的许多公司都将停业。接下来会不会发生经济衰退取决于政治家们：尽管他们很可能会做出错误的决策。不过，不管怎样，到1992年共和党将会下台。

为了阻止灾难发生，罗杰斯坚信必须采取以下一些步骤：

1. 应该取消资本利得税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 应该减免对储蓄征税，例如恢复对个人退休账户（IRAs）①和基奥计划（Keogh plans）②的税收优惠政策。1986年政府取消这些优惠政策是一个严重的失误。

不过，罗杰斯相信根本问题不在于税收，而是政府支出。例如，美国政府每年用50亿美元来补贴16 600个糖业农场主。美国每磅白糖的价格是22美分，而在全球市场上白糖的价格只有每磅9美分。这让拉丁美洲的农民耿耿于怀，因为他们的白糖一直卖不出一个像样的价钱。罗杰斯建议，美国政府应该一次性支付给糖业农场主补贴，然后不再为白糖提供价格补贴。

寻找长期变化

在国内选择投资组合时，罗杰斯押注于整个行业，就像他在国外投资时将赌注押在某个国家一样。他先提出一个大的投资思路，接着买进他认为即将转好的一个行业的所有可以买到的股票，就像他买进某个国家的所有股票一样。罗杰斯如何选择这样的行业呢？他主要是寻找一种主要的长期变化，而不去管商业环境的细小变动。"发现低买高卖的机会的途径就是寻找那些未被认识到的或未被发现的概念或变化。无论何时你看到一条地毯，都不要看着它说，'那是一条棕色的地毯'；而应该问，'那条地毯会变化吗？如果变化，会怎么变？世界上正在发生的什么事情使它现在和两三年前有所不同？'假如你看到一家破产了的公司，你应该想到它最终未必会走向破产。假如你看到一家飞速发展的公司，你应该想到它未必会一直这样发展下去。就是说一定要看到变化。我说的变化是指长期变化，而不是商业周期的变化。我寻找的是那些即使经济正在下滑，经营依然即将好转的公司。20世纪70年代的石油工业就是一个例子。经济形势怎么样并不重要。石油业和

① 个人退休账户（Individual Retirement Accounts，缩写为IRAs）是一种为个人退休储蓄提供税收优惠的退休账户。——译者注

② 基奥计划，也被称为"自我雇佣养老金"（self-employed pension），是一种为自己创业或者非公司型企业雇佣的个人的税收延付账户。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油股业绩卓著。实际上，经济不景气的原因之一就是因为石油股表现太好了，因为油价涨得太多了。不过，这就是我所说的长期变化。一个长达10年的大趋势在石油业发生了”。

罗杰斯在寻找四种主要的变化类型：

1. **灾难。**例子包括洛克希德（Lockheed）、克莱斯勒、国际收割机公司（International Harvester）。公司危机严重到这个程度，暗示了这些公司所处的整个行业正岌岌可危。通常情况是，当一个行业整体处在危机之中，并伴随着两三家大公司破产或濒临破产时，这个行业将展开一轮反弹，只要在此情况下仍然存在着能够改变整个行业的因素。美国钢铁业就是这样一个需要“催化剂”才能改变的行业，罗杰斯举例说：这个行业已经萧条多年，但是一直没有发生什么事情使其走出低谷。

2. **朝着更坏方向的变化。**这正应了“树不能长到天上去”的老话。当一个行业是如此炙手可热以至于投资机构持有了该行业顶尖公司80%以上的股份时，可以肯定地说这些股票的价值已经被高估了。在这种情况下，罗杰斯将做空该行业中的多只股票而不是其中的一只股票。这里，投资者需加倍小心，因为股票价格处于高位不等于股票价格不会涨得更高。因此，罗杰斯总是尽可能精确地估算，何时才会出现大的变化使整个行业的经营状况开始变得糟糕。

3. **新趋势。**“自然妆”潮流就是一个例子。当20世纪70年代妇女们开始放弃过度化妆，甚至根本就不化妆时，罗杰斯研究了雅芳公司的股票，并认定这只市盈率超过70的股票行将垮掉。他以130美元的价格做空，并于一年后以低于25美元的价格平仓。

这些行业还包括幼儿照看中心、工厂预制住房（俗称“活动房屋”）、连锁医院和垃圾处理业。罗杰斯回忆起1969年参加的一次垃圾处理业的会议，当时新成立公司的涌入已经打破了市政和黑手党对该行业的双寡头垄断。其他参会的代表（其中有些人举止很粗鲁）感到震惊——华尔街竟然也有人对“垃圾”会议感兴趣！然而，现在那些举止粗鲁的人有些已经在棕榈滩（Palm Beach）买了别墅，他们的一些公司也在纽约股票交易所上了市。最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近，罗杰斯非常看好休闲业——疗养中心等，因为退休人员越来越多，他们对休闲活动的需求也与日俱增。

另一个例子是摩托车。在 20 世纪 50 年代，“摩托车”就是（正如罗杰斯所说）“垃圾”、“一文不值”。但是，到了 60 年代，本田公司却可以做广告说，“本田车上都是最可爱的人”，或许马尔科姆 · 福布斯（Malcolm Forbes）① 也骑本田。罗杰斯没有及时发现这个潮流，不过他说假如自己当时足够精明，那么他就会发现本田以及所有日本的股票都值得买进。

其他一些大的趋势包括：医院，一两代人以前，医院都是由市政当局和慈善机构来经营，不过，今天越来越多的医院是由营利机构经营的；戒酒中心和精神病医院；活动房屋，而活动房屋在罗杰斯孩童时代曾被看做是伤风败俗之举——罗杰斯的母亲不让他接触那些住在活动房屋里面的人，她称这些人为“拖车垃圾”。

和以上情况有些类似的是旅店连锁业。罗杰斯指出，在最近 30 年，希尔顿的股票涨了一百多倍。过去，各城市都有旅馆，甚至有非常好的旅馆，但是，这些旅馆都是由不同人所有和经营的。后来，人们意识到在同一旗下以连锁店的方式经营这些旅馆可以带来规模效益，并且有利于改进质量控制，进而提高整体运营效率。

当托儿所被幼儿照看中心取代时，20 世纪 70 年代又发生一个长期变化。“我小时候去过托儿所。托儿所里只有同街的一位身材瘦小的妇人。当孩子们的母亲去海滩时，她就收留整个街区的孩子并照看我们，或者做那个时代妈妈该做的任何事情。不过，这种做法确实很混乱，缺乏效率，而且不够经济。70 年代，出现了一种被称作幼儿照看中心的新事物。它们的出现是有许多原因的：一是因为它更有效率，更有组织，而且送孩子到幼儿照看中心也比较便宜。另外，它们改变了税法，当你去工作时把孩子送到这里，就可以获得税收上的优惠。而且职业女性已经是普遍现象。我的意思是，母

① 《福布斯》杂志创始人 B · C · 福布斯的次子，1957 年接管了家族的事业直至 1990 年去世。他是个热心的收藏家，也是美国家喻户晓的传奇人物，喜欢骑哈雷 · 戴维逊（Harley Davidson）摩托车和乘热气球冒险。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亲们大都出去工作了，或者有这个打算。因此，幼儿照看中心是一个全新的概念，一个有着广阔前途的全新的行业，而且一些精明的从业者已经结成联盟并建立了连锁幼儿照看中心。实际上，婴儿护理公司（Kindercare）早在1972年就公开上市了。这是一家不知名的亚拉巴马公司，因此在其发行新股时你想买多少就可以买多少。我记得这么清楚是因为我是当时唯一的机构投资者。当然，现在这是一个非常有活力的产业”。

4. 当政府决定采取行动时。这时，政府会不惜重金解决已经出现的问题。1974年，当有谣传说洛克希德公司可能破产时，罗杰斯成为其最大的外部持股人。罗杰斯注意到，1973年的阿以战争[①]中，尽管以色列有更先进的战机和更训练有素的飞行员，但是埃及空军仍然明显占了上风。罗杰斯发现，苏联向埃及提供了电子设备，而美国却未能向以色列提供这些设备，因为在越战期间，美国将防卫努力集中在日常供应上，结果妨碍了长远的技术发展。了解到这点，罗杰斯推断，美国将不得不在防卫电子技术方面赶上苏联。洛克希德有一些最好的电子设备。其股票从每股2美元涨到每股120美元；洛雷尔（Loral）公司的股票从每股0.35美元涨到每股31美元；E系统公司（E-System）的股票从每股0.50美元涨到每股45美元。当时，E系统公司尚不为人所知。罗杰斯是在查询有关洛克希德和其最大的竞争对手诺斯鲁普公司（Northrop）时知道了这家公司的名字，并通过阅读行业杂志并咨询了防卫专家才对这家公司有所了解。当E系统公司的股票涨到8美元时，罗杰斯和一位银行家谈起了这只股票；这位银行家对这个故事很感兴趣，但是他说在这只股票涨到10美元之前，他不会让他的银行购买这只股票，因为这是这家机构的政策，投资股价低于10美元的股票是不允许的。投资者有不同的“愚蠢标准”，罗杰斯说，比如说，公司的市值必须超过5 000万美元等等。

通过仔细揣摩政府的意图，罗杰斯还发现了收账代理业，其推理过程相当有趣，但是我们大多数人都考虑不到这点。美国政府贷款给学生、小企业

① 1973年阿以战争，即第四次中东战争。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主以及其他许多人。但是，几十年过去了，政府收回到期贷款的积极性却不大。20世纪70年代末，政府决定将这一工作交给私人收账代理公司去做。收回10亿美元对政府而言九牛一毛，但对于一家小公司而言却是一笔天文数字，而收账代理公司通常都是小公司。

罗杰斯的另一发现是挖土机行业。1975年，肩负着保证美国内河航道畅通重任的美国陆军机械公司（Army Corps of Engineers）突然发现他们用了多年的挖土机已经过时了。这家公司有三种选择：买新的挖土机，改造旧的挖土机，或者不做这笔生意，将它包出去。这家公司决定采用最后一种方案，将挖土机从44台减至8台（在此之前，所有独立的挖土公司的挖土机加在一起才只有24台）。一家公司——大湖挖土公司（Great Lakes Dredging）的市场份额立即增长了1 000%。

另一个由于政府干预而改变一个行业的例子是疗养院。直到20世纪60年代，年轻人还习惯于自己照看父母，但是后来政府通过公共医疗补助制度、医疗保险制度以及对疗养院的资助加大了干预力度。疗养院公司开始大规模公开发行有价证券。当其中最大的公司之一四季公司（Four Seasons）破产时，人们发现其涉嫌会计欺诈，而且，另外的许多公司也被证实扩张过度，但却没有赚到钱。其他丑闻纷纷曝光。于是整个行业的股票都大幅下挫。不久，罗杰斯注意到其中的一些公司已经收缩了其业务，卖掉了一些边缘部门和亏损的业务，正在开始盈利。因此，他参观几家公司，并适时地意识到尽管美国人口仍然在不断老化，但是最近几年由于行业丑闻却没有新建一家疗养院。于是，他投资了其中的一家公司贝弗利实业（Beverly Enterprises），这家公司后来有了长足发展。

挖土机行业的例子验证了罗杰斯的另一条重要原理：供求关系的重要性。罗杰斯说，赚钱的关键在于正确把握供求关系。他评论说，无论华盛顿，还是其他任何人都不能不遵守这条法则。我认为这是本书中最有用的观点之一。

罗杰斯又引用石油业作为这一原理的例子。他问，油价为什么会在20世纪70年代暴涨？通常的理解是，油价上涨是石油输出国组织人为造成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，他反驳道，从1960年起，石油输出国组织每年都想提高油价，但是从没有成功过，油价总是下跌。真正的原因要追溯到更早些的时候。20世纪50年代，美国最高法院判定政府可以调控天然气的价格。于是美国政府就真的这样做了，制定了一个极低的价格：天然气价格是如此低廉，以至于供应天然气实际上是无利可图的。天然气常常是作为石油开采的副产品被简单地烧掉。因此20世纪50年代定价以后这段时间以及整个60年代，美国天然气的开采量非常小。与此同时，消费者终于明白了用天然气做燃料的优越性：比石油和煤炭更便宜、更清洁。逐渐地，居民转向了天然气，而就在那时，天然气的勘探却几乎停止了。因此，到了20世纪70年代初，许多天然气公司已经没什么可供应的了。罗杰斯记得，他当时注意到管道公司发行债券时在募集资金说明书上已经不再承诺有足够的天然气供应以支付债券利息。从一家钻探设备供应商，赫尔默里克—佩恩公司（Helmerich & Payne）的年报里，罗杰斯觉察到美国在使用的钻塔的数量在逐年稳步递减，因为没有公司愿意继续进行石油和天然气勘探，但是这对于维持美国石油和天然气供应确是必不可少的。

罗杰斯去了塔尔萨（Tulsa），并拜访了一系列钻探公司。所有的公司都是惨淡经营。他断定，美国政府不可能允许天然气管道瘫痪并因此导致全国天然气供应中断。因此，以买入经营状况最糟的陆上钻探公司为起点，罗杰斯买进了石油钻探公司、油页岩提炼公司以及整个行业所有公司的股票。不久，石油输出国组织① 将油价提高了4倍并实施石油禁运，使得石油和天然气股票牛气冲天。然而，在1971年罗杰斯就预测到天然气产业将有大的发展，比石油输出国组织在1973年最终成功地提高原油价格早了两年。股价上涨的基本面已经具备了，石油输出国组织仅仅提供了在物理学上被称作“诱因”的东西。

不过随后，“树不会长到天上去”的俗语应验了。当石油价格从每桶2.80

① 1973年10月，第四次中东战争爆发，石油输出国组织对所有对阿拉伯不友好国家实施禁运，短短3个月原油价格从每桶3.1美元飙升至12.6美元，涨了4倍。这被称为第一次石油危机（1973~1974年）。石油价格暴涨触发了第二次世界大战后最严重的全球经济危机。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元上涨到每桶 40 美元时，美国全国上下都在开展能源节约运动：改进建筑物的隔热效果，生产和购买小排量轿车，提高电气设备的利用效率。与此同时，石油开采量也有大幅提高。在这双重因素的共同作用下，供求关系式开始逆转，并不断强化。石油和天然气的价格——和相关股票——跳水了。

罗杰斯说，当前公用事业的股票与此类似。他感觉到美国政府对这个产业的政策将出现重大转变：政府肯定会放松对这些公司的管制。政府对这些公司的管制已经严到不能再严了，因此，事情将出现转机。政府甚至有可能完全取消对这个行业的管制。到目前为止，该行业还没有发生过一次接管或杠杆收购，只发生过一次公司合并。一些公司有大量现金流入。罗杰斯 1981 年开始购买公用事业公司的股票，现在可能已经持有了 30 只这类公司的股票。他不打算在 1990 年之前出售这些股票，而且，要卖就会一次性把持有这个板块的所有股票全部卖掉。对罗杰斯来说，这些股票实质上就是一只股票，或至少同属一个概念。

罗杰斯尤其看好通用公共事业公司（General Public Utilities）和（美国）天然气与电力公司（Dominion Resources），之前他还看好过弗吉尼亚电力公司（Virginia Electric）。天然气与电力公司正在大举修建核电厂，并最终放弃了其中一个核电厂项目，没有最后完工。当罗杰斯开始买进这家公司的股票时，其股息率[①] 已经达到 13%~14%。随着公司资本支出项目的结束以及石油和天然气开支的下降，天然气与电力公司的盈利状况得到了巨大改善。罗杰斯指出，在公用事业行业，市场的扩大对公司可能是不利的——你不得不修建新设施以满足需求。顺便提一下，他觉得，允许不同地区的不同公司跨辖区开展竞争可能有利于这一行业的健康发展。

罗杰斯看好的其他公用事业公司包括北印第安纳公司（Northern Indiana）和印第安纳公共服务公司（Public Service of Indiana）。罗杰斯以 62

---

① 股息率（divdend yield 或 yield）和派息率（dividend payout ratio）是两个截然不同的概念。派息率（又称配息率）=（每股现金红利 / 每股盈利）×100%，股息率 =（每股现金红利 / 股价）×100%。显然，股息率、派息率和市盈率之间有如下关系，股息率 = 派息率 / 市盈率。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的价格买进了后者9.6%包含偿债基金[①]的累计优先股。这只优先股很快就涨到了90美元。另外，由于这只优先股已经有了20美元的累计红利，并将到期分配，因此罗杰斯购买这只优先股的实际成本仅为42美元，而且其股息率高达20%。罗杰斯说，当公司开始分红时，他可能卖掉这些股票。20世纪90年代，这家公司的普通股每股肯定可以获得4美元的投资收益。这家公司还能够从邻近地区购买多余的装机容量，而且，如果有必要，其核电厂可以改造成以天然气为燃料的火电厂。

独立思考

罗杰斯在选择股票时有什么技巧？其中之一是：他从不与经纪人或证券分析师讨论。"你不得不说服那些人"。他们的观点毫无价值，罗杰斯声称，他们习惯随波逐流："假使你告诉他们情况正在发生变化，他们不仅不会相信你，而且还会蔑视你所列举的所有证据。"

按照罗杰斯的观点，最要紧的是"培养一种独立思考的方法"。他和索罗斯都擅长独立思考，并从中受益匪浅。罗杰斯说："我一向认为坐下来并阅读一些资料会更好。我不太擅长随机应变，因此和人交谈可能会打乱我的思路。我只是舒服地坐着，阅读、计算，并最后得出一堆无论是多么荒唐的'谬论'，不过我比他们成功得多。我发现，如果我只按照自己熟悉的那套方法，而不是别人告诉我的方法来做，投资会更简单，也更有利可图。"

罗杰斯说他从来没从内部信息中赚过钱，即使是那些合法或不违反职业道德的内部信息。在罗杰斯看来，内部信息十有八九是错的，因为它们要么不符合事实，要么在传播途中被断章取义了。"假如你是从公司总裁那里获得的内部信息，那么你将亏掉你一半的钱；假如你是从董事会主席那儿获取的内部信息，那么你将亏得精光。因此，不要在内部信息上花费时间。"他建议。

---

① "偿债基金"(sinking fund)是指上市公司从发行优先股所融得资金中提出的一部分款项建立准备金账户，专用于定期赎回已发行的一部分优先股。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当罗杰斯还是一名全职的基金经理时，他经常要阅读至少来自5个国家的报纸、40多种期刊和80多种行业杂志，包括《综艺》（*Variety*）、《出版家周刊》（*Publishers Weekly*）、《铁器时代》（*Iron Age*）等等。这些杂志大多数都枯燥乏味，而且实际上还充斥着由公共关系代理机构提供的垃圾信息。但是，有时也会有一篇建设性的文章或者广告。他还阅读成百上千份公司年报，并跟踪许多公司的内部交易数据。他现在仍然大量阅读，但阅读量较之前略有减少。

罗杰斯的许多投资灵感都来自于对我们日常生活的观察。其中一个典型的例子是发现第一银行（Banc One）。罗杰斯在美林公司的经纪人请求为他开一个现金管理账户，因为这样这位经纪人就可以增加自己在美林的积分。罗杰斯注意到其现金管理账户开的支票都是由第一银行兑现的，这家银行他以前并没有听说过。他简单地调查了一下这家公司，发现它有一套先进的计算机系统，这套系统可以使该公司在未来争夺其他大型经纪商日益增加的支票和信用卡处理业务时处于领先地位。罗杰斯调查得越深入，就越喜欢这家公司。他不失时机地成了这家公司的一个股东，这只股票从1980年年中每股6美元涨到1986年年中的每股30美元。

考虑最坏的情况

罗杰斯在购买股票方面的一个重要思想是，投资者要坚信自己买进的股票已经非常便宜了，以至于即使发生最坏的情况，你的资本金也只不过是暂时没有收益而已。“我们应该未雨绸缪，考虑到最坏的情况。”罗杰斯说。购买一家濒临破产的公司的股票就是这样一个例子。尽管如此，一个人也不能总做空头生意。无论你多么正确，市场可能向与你的意图相反的方向运动，并且使你亏掉一大笔钱。

罗杰斯从不企图避税。正如他所说，他来华尔街工作时就“渴望研究税收问题”。他从来没有为自己避过税。他指出，许多避税方法都是灾难性的。

遵循做一切可以赚钱的交易的理念，罗杰斯在商品市场非常活跃。他交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易过橘子汁、菜子油以及马铃薯，他甚至还在白糖期货交易所购买了一个席位——这可以看做罗杰斯看好白糖价格的一个间接证据。

罗杰斯还认为做空和做多一样，都是必不可少的。市场上总有一些公司经营得好，也总有一些公司在走下坡路。

只做看准的交易

罗杰斯的一个首要原则是，不要亏钱。看不准，就不要做交易。全部清仓，用这些钱去买国库券或货币市场基金。然后就待在家里享受生活，或去海滩度假、看看电影、下下棋，总之你可以做你想做的任何事。

"接着，你看准的机会来了。将你在货币市场基金里的所有资金取出来，全部投进去。然后，等上三五年或者十年。"

"你肯定知道何时出手这些股票，因为你比其他任何人了解的都多。取出你的资金，重新放回货币市场基金，并等待下一次机会出现。下次再出现这样的机会，你仍然会大赚特赚。"

"因此，我最基本的建议就是不要亏钱。坚持只做你看准的交易，那么你早晚会发现可以大赚一笔的机会。"

阅读财务报表

罗杰斯喜欢阅读财务报表——这是他的主要分析工具。"成千上万张财务报表，浩如烟海的数字"。罗杰斯不用电脑，而是手工工作。过去曾有三位秘书为他工作，现在则减少到了一人。罗杰斯不利用任何存在电脑磁盘里的数据库，因为他不知道这项数据是否可靠。他说，没有信息比得到错误的信息更好：如果有数据与事实不符，那么后面的错误将会呈几何级数增长，并最终导致一个错误的结论。投资者特别应该避免利用标准普尔、价值线（Value Line）或者经纪人的报告中提供的二手数据。直接阅读公司年报和提交给美国证券交易委员会的 10-K 报表是非常必要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗杰斯说他每次给上市公司写信，都会向他们索取监管当局要求他们向投资者提供的所有资料。而有时他也搞不清楚，监管当局要求上市公司向投资者提供的全部资料具体包括哪些。罗杰斯指出，对于那些在美国上市的外国公司，尤其是那些股票通过ADRs（美国存托证券）[①] 进行交易的外国公司，投资者可以在年报之外要求索取美式20-K报表；这些报表是和美国本土上市公司提交的10-K报表对应的材料。20-K报表格外重要，因为外国公司年报提供的有用信息少之又少。

在所有财务报表中，罗杰斯说，资产负债表要比损益表更重要。他也很重视折旧账户。他喜欢购买处于破产边缘公司的股票。折旧账户中的可用现金流可以告诉他这家公司能否坚持过来，尽管其报表是亏损。折旧和摊销只是一种记账方法，并不意味着“现金外流”，罗杰斯说。

根据多年的经验，罗杰斯已经形成了自己的分析表格式。当他犯了严重错误时，他就在自己的总分析表上以前忽视的地方画一条线：一家公司应收账款的发展趋势，或诸如此类。罗杰斯发现建立长达10年或15年的总表分析是非常必要的，这样有利于用历史眼光了解一家公司。

举例来说，罗杰斯研究上市公司过去几年的盈利状况时会问：为什么这些公司的盈利状况这么好？为什么那些公司的盈利状况这么差？罗杰斯喜欢购买经营状况糟糕的公司的股票，但仅限于那些经营业绩即将改善的——而不是那些业绩已经变好的。因此，他需要知道事情糟会糟到什么程度，好又能好到哪里。

罗杰斯认为1987年的熊市并没有让投资者得到教训，因为他没看到有别的投资者制作这类分析表。在股市繁荣时期怎么做都可以，但是在股市低迷时，投资者应该学会谨慎从事。

以下是罗杰斯在制定投资决策时紧盯着的比率：

---

① ADRs即美国存托凭证（American depositary receipts），是一种由美国的银行发行的、代表该银行持有的某外国公司股票的可转让存款凭证。ADRs以美元计价，交易费用低，并可以定期分红，因此便利了美国投资者投资在美国上市的外国公司的股票。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 资本性支出[①]

(1) 绝对数；

(2) 与折旧额之比（用百分数表示）；

(3) 与厂房和设备账户总额之比（用百分数表示）；

(4) 与厂房和设备账户净额之比（用百分数表示）。

计算资本性支出与折旧额的比率并没有科学依据，但是这个已经沿用了多年的比率是非常有用的财务指标。如果这个比率过高，那么你可能正处在这个行业景气的顶点；如果过低——这意味着，该行业没人愿意投资——那么这个行业就有前途，因为该行业产品的供给行将枯竭。

2. 接下来，他会看销售额与应收账款、负债与所有者权益的比率等。当存货几乎为零，应收账款非常少，利润率（profit margin）达到 20% 而税前股本回报率在 25% 以上，资本性支出以每年 40%~50% 的速度增长时，罗杰斯判断这些股票基本已经涨到顶了，可以考虑做空了。

他会关注一只增长股的所有信息。20 世纪四五十年代，铝业被认为是一个成长较快的行业，许多以前的增长行业又重新引起人们的注意，但它们不见得真的成为增长股，当它们被作为增长股考虑的时候，就是做空的良机了。

发现顶部

为了举例说明一个即将走下坡路的行业有什么表现时，罗杰斯选择了金融服务业，例如投资银行和经纪公司。他们雇用了大量职员，大举进行业务扩张，并靠金融市场赚钱。你一定听说过大部分哈佛商学院的毕业生都声称他们希望成为投资银行家。到那个时候，他们的好日子也就快到头了。例如，1980

---

① 资本性支出是和收益性支出相对的概念。根据会计原则，应严格区分收益性支出与资本性支出，以正确计算各期损益。收益性支出指受益期不超过一年或一个营业周期的支出，即发生该项支出仅仅为了取得本期收益；资本性支出是指受益期超过一年或一个营业周期的支出，即发生该项支出不仅是为了取得本期收益，而且也是为了取得以后各期收益。收益性支出计入费用账户，作为当期损益列入损益表；资本性支出计入资产账户，作为资产列入资产负债表。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，阿塔利（Atari）公司聘用了5%的当年毕业的哈佛商学院学生。三年后，阿塔利公司就破产了。1986年，高盛也雇用了5%的哈佛商学院应届毕业生，然后在两年之内陷入了困境，被迫大量裁员，并取消了修建办公楼的计划。

1986年年末，罗杰斯在《巴伦周刊》（*Barron's*）上发表文章，预测股票市场将强劲反弹，并随后将出现一次暴跌，而且他已经准备好做空一些投资银行和经纪公司的股票，因为他们过度扩张，雇用的员工太多，并新增了太多分支机构——这都是到顶的信号。事实上，1987年这些公司全部严重衰退。

识别底部

罗杰斯喜欢用其行之有效的比率来衡量表现不好的股票，当这些股票跌到一个更低的关键价位时，他认为这些股票就要开始转势了。当一个行业的三四家最大的公司正在亏损时，例如20世纪70年代末的汽车业，要么汽车业从此消失——这是最不可能出现的情况！要么整个行业的经营环境得到改善。事实上，汽车业在20世纪60年代受到过度的管制①，不过到了20世纪70年代，经营环境就宽松多了，而且，这个行业在股票市场的融资也减少了。因此，罗杰斯买了福特、通用汽车公司和美国汽车公司（非常不幸，不是克莱斯勒）的股票。正如前面所提到的，今天，一个类似的转折将在公用核事业行业发生。这个行业有数不尽的问题，但是又不可或缺。因此，罗杰斯看到了一个买点。当他看到几家主要的公司正在亏损，而且资本性支出已经停止时，他认为这个行业就要复苏了。

本杰明·格雷厄姆的伟大法则之一，就是投资者应该买进那些便宜得让你亏无可亏的股票。罗杰斯将其做了一点改变：投资者应该买入有理由转好的股票。

罗杰斯指出，投资者进入市场的顺序是这样的：一家公司或行业处于水深火热之中，但是股价却不再下跌。随后，有人开始购买，因为他们的祖父

① 我计算后发现，在那个时期，通用汽车公司用来应付管制和现代化的资本需求超过了这家公司的总市值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾在这家工厂工作，或者出于类似的原因。接着，格雷厄姆式的投资者开始买进。大概就在这个时候，该行业的产品供给开始枯竭：供求关系，关键的警示信息！再接着，前景开始看涨，吸引更多的人开始买进。于是，股价涨得越来越高，华尔街的经纪人也开始给出正面评价，因此，他们的客户开始购买。后来，经过长达几年时间的反弹，这家公司的股票被评为增长型股票（事实并非如此），而且仍然有更多的投资者购买这只股票。

但是，正当股价曲线最陡直上升时，那些财务比率也快恶化到了极点。最后，投资者买进这只股票仅仅是因为大家都在买。罗杰斯说，那时他母亲也会打电话说想买那只股票。

“你为什么要买这只股票，妈妈？”罗杰斯问。

“因为这只股票已经涨了 3 倍。”他母亲回答说。

“不要买，妈妈，千万不要买那只股票，”罗杰斯说，“现在是那只股票最危险的时期。”

随后，那只股票下跌了，所有的运作都颠倒过来。最终，罗杰斯的母亲又打来电话。

“我想卖掉那只股票。”

“为什么？”

“因为它已经下跌了 90%。”

“不要卖，妈妈，千万不要现在卖掉它。”

1987 年 3 月，罗杰斯预言美国股市将有一次暴跌。他说 1987 年年初金融市场的反弹是由货币供给增加推动的——其本质是美国政府财政赤字的货币化。下面是那个月我们谈话之后写下的：

> 下跌将是急速的：道琼斯工业指数有可能一天之内跌去 300 点，尽管这种下跌可能要从 3 000 点的高位开始。在市场崩溃前，道琼斯工业指数可能再创新高，但是，他认为这或许要到 1988 年。（“有可能在 6 天之内，也有可能半年之内……”）在历次金融恐慌中，普通投资者最终都会将手中的股票抛掉，因为大家都在这么做。罗杰斯认为那时指数期权和股票期权以及已经变成“垃圾”的垃圾债券一样，都将停止交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易。他认为现在买入垃圾债券简直就是愚蠢透顶。他自己只持有由美国政府担保的债券，或同等级的其他债券。罗杰斯认为，我们将进入非常困难的时期，因为财政赤字以及最近的税收改革法案[①]——他说历史会证明这将是斯穆特—霍利关税法案（*Smoot-Hawley Act*）[②]的 1986 年版本。罗杰斯认为，这种以牺牲投资和储蓄为代价，旨在促进消费的改革是完全错误的。不过，他并不认为这会引起大的经济衰退。他认为由此带来的损失主要集中在华尔街和金融业。罗杰斯预言，华尔街、东京和伦敦的几家大公司将在这次危机中破产。

不可避免的灾难

10 月崩盘[③]过去了一年后，罗杰斯并没有变得乐观些。他在 1988 年 11 月说，新任总统将宣布新措施，因此股票市场无论如何都会有一波反弹。不过，无论乔治·布什怎么努力，一场灾难不可避免，而且他不可能在 1992 年获得连任。熊市其实在 1987 年 4 月就开始了。美联储主席艾伦·格林斯潘增发了大量货币，才使局面暂时得到了缓解。但是，那仅仅是一支强心剂，而不是灵丹妙药。没有人意识到实际情况有多糟糕。

在熊市中，股价首先降到一个合理的价格，然后又跌至一个便宜的价格，最后跌至一个几乎“白送都没人要”的价格。此后，事情相当糟糕，所

① 1986 年 10 月，里根总统签署了被称为是“美国第二次革命的核心”的《税制改革法案》。该法案旨在减税和简化税制，是美国政府战后最大规模的一次减税。——译者注

② 即美国 1930 年关税法。1930 年 6 月，美国国会迫于国内贸易保护的政治压力，通过了斯穆特—霍利关税法案，以征收关税的方式保护国内产业免受进口冲击。这些关税税率平均超过了 50%，对限制进口确实起到了作用，但不幸的是，出口下跌得更多。结果本来有实力参与国际竞争的企业所受到的损失远远超过那些受保护的企业所获得的好处。该法案触发了全球贸易报复行动，导致世界贸易迅速滑落。很多人相信这是其后不久出现大衰退的导火线。——译者注

③ 1987 年 10 月 19 日（这一日后来又被称为“股灾日”），星期一，纽约股市开盘 3 小时内，道琼斯股指狂泻 508.32 点，跌幅达 22.62%，创一战以来美国股市最大单日跌幅，远超过了 1929 年 10 月 28 日 12.8% 的跌幅，并由此引发全球性股灾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有投资者都急于将手中的股票脱手。在美国，接下来将是一段痛苦和难熬的时期。这个过程现在已经开始了。

最近两年里，杠杆收购已经开始难做了。其中许多公司在发行债券以偿还银行为他们提供的用于杠杆收购的贷款方面遇到了麻烦。收购一家公司所付的价格是在假设以后 15 年内不会发生经济衰退的基础上得出的。然而，罗杰斯却认定在此期间肯定会发生一次衰退。

华尔街仍处在疯狂之中：不理智的事情不断发生，例如 KKR 公司对纳比斯科的杠杆收购。而且，华尔街的职业道德也着实堪忧。罗杰斯的一个学生应聘一家著名公司。这家公司打电话给罗杰斯询问这位应试者的有关情况。罗杰斯说他有能力，但是在道德方面有点问题。“这些并不重要，”那位面试官说，“他能为我们赚钱吗？”另一家公司打电话过来询问他的另外一位正在找工作的学生的情况，罗杰斯回答说他非常非常聪明，但是不够忠诚，缺乏道德观。但是那位学生还是被聘用了。罗杰斯相信，其他许多公司存在着同样的问题。

一年前，他预计即将发生的金融危机不一定会影响到整个经济的发展。但是，现在，由于过度借贷现象十分严重，罗杰斯担心这场危机会真的损害实体经济。他不知道接下来会发生通货紧缩，还是通货膨胀。很可能是先发生通货紧缩，紧接着又是通货膨胀。罗杰斯期望通过金融工具来利用这次下跌的机会，而不是做空。他希望他能有足够的智慧想出应对任何可能发生的事情的方法。

失误

罗杰斯说，唐纳德 · 特朗普（Donald Trump）[①] 已经破产了，尽管他

① 理财大师唐纳德 · 特朗普是美国最知名的商界人士之一，纽约地产大亨，身价约 25 亿美元，他代表美国成功故事的典范，其兴趣在房地产、赌场、运动和娱乐，而且成就斐然。2000 年，他被 UJA 联合会（UJA Federation）授予“本世纪饭店及房地产业梦想家”称号，他认为这是他获得的最高荣誉。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在还蒙在鼓里。纽约的房地产一直是靠华尔街的繁荣支撑着，但是现在，一切都要结束了。另外，合作公寓遍地开花。由于收费过于昂贵，在未来某个时候，纽约许多最大的公寓都将人去楼空。罗杰斯确信艺术品市场也将崩溃，而利用这一机会的最佳途径是做空索斯比拍卖行的股票。

在下跌结束之前千万不要轻易相信它将结束。罗杰斯的一个朋友"比尔"是一家大银行石油部门的主管。罗杰斯曾告诉他，油价即将崩溃。比尔嘲笑道："油价将涨到 100 美元一桶。"但是，到了 1985 年，比尔改变了自己的观点；他进行了适当的套期保值操作，这样只要油价不低于每桶 21 美元，银行就不会出现大的损失。到了 1986 年，油价跌到了每桶 8 美元，比尔被免去了石油部门主管的职务。经过这场灾难之后，他能去哪里呢？他被任命为这家银行个人资产管理部门的主管，为他们最大的资产组合制定投资策略。

黄金呢？几千年来黄金一直被作为传统的保值手段，但是相当长的时间里，其价格上涨速度低于生活成本的提高速度。发生恶性通货膨胀时，金价应该有相应幅度的上涨，但是今天的金价已经不像 20 世纪 70 年代时那样被严重低估。20 世纪 90 年代应该有其他更好的保值手段，但是罗杰斯一直没有找到更好的保值工具。

美元的贬值

罗杰斯认为美元肯定会持续贬值。而且的确，既然美国政府似乎也相信让美元贬值对美国有好处，那么罗杰斯就有理由认为将美元带到国外是一种爱国行为，正如他在国外大量投资一样。美元的贬值速度极有可能失去控制。他相信，对外汇兑换的控制是不可避免的，这些控制一取消，美元将彻底崩溃。此后，投资者就可以重新持有美元了。

罗杰斯看好的国家

罗杰斯对其他国家也不乐观。他说，日本股市的涨势在 1987 年就停止

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。他从 1988 年开始在日本股市做空，并且在所做空的每只股票上都赚了钱，即使是在日经指数创新高的时候也是如此。如果是这样，那只能意味着日本股市仍然是熊市。

罗杰斯认为世界范围内最引人注目的两件大事是中国的改革开放和 1992 年欧洲市场的统一。不过，后者不一定对美国有什么好处。欧洲将限制进口，这样做暂时对欧洲有利，但很可能会加重美国的问题。

21 世纪注定是中国的世纪。中国人喜欢努力工作；他们富有企业家精神；他们干劲十足；他们愿意为了明天的利益而推迟今日的享受。中国人还有海外华人的成功作为例子。因此，罗杰斯这样说，让你的孩子学汉语吧！

特别的建议

在一片阴霾之中，还是有一些亮点的。一些公共事业的股票仍然被低估了，尤其是公用核事业的股票。这些股票不会再跌了。罗杰斯非常看好北印第安纳公司、印第安纳公共服务公司、通用公共事业公司以及天然气与电力公司的股票。他还看好钢铁股、一些银行股，以及和农业相关的公司的股票。

要投资于国家，可以考虑投资印尼。

要做空，索斯比拍卖行无疑是一个很好的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The New Money Masters

迈克尔·斯坦哈特：策略型交易者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迈克尔 · 斯坦哈特所管理的资金20年来收益率之高，在整个投资史上也是凤毛麟角的。如果你在1967年7月斯坦哈特管理的对冲基金——斯坦哈特合伙公司（Steinhardt Partners）成立伊始就投入10 000美元，那么20年后你就可以拥有100万美元。要是以年复利率计算，在扣除他的佣金后，投资的年复利回报率高达27%。他为什么能取得这样的成功？

答案之一是斯坦哈特每年付给华尔街经纪人的交易佣金就高达3 500万美元。这么多钱可以买到大量华尔街的研究报告：长达100页的公司分析、经济前景展望、国际政治经济形势分析。事实上，斯坦哈特本人就曾经做过此类工作——他曾经是《金融世界》（*Financial World*）的记者，并做过洛布－罗兹合伙公司（Loeb Rhoades）的分析师。

不过，斯坦哈特所感兴趣的不是华尔街的深度研究报告。在大多数投资者的桌子上，你都能看到成堆的公司年报和来自经纪人公司的分析报告。但是，如果你走进斯坦哈特的办公室，你会发现这里几乎看不到一张纸片。那么，斯坦哈特每年花这么多钱都买什么了？答案是斯坦哈特花那么多钱不是为了得到一些“预言”——当年他自己在“出货”时也曾故意制造过类似的“预言”；他花这笔钱是希望使每笔巨额交易都对别的投资者保持一点点优势。

另一方面，单单这些收益数字还不能完全解释斯坦哈特的巨大成功。斯坦哈特主要是靠压注“方向性运动”获得投资回报的。正如他所说：“我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入债券市场是因为我们预计利率会朝着某个方向运动——我首先看的是市场大势，然后按照我对市场的总体观点选择股票组成投资组合。这与那种不顾市场大势，一开始就致力于寻找潜力股的做法形成鲜明对比。"

斯坦哈特可以被称做策略型交易者。首先，他形成一种大的和总体的概念——普通投资者在读报的时候也都会形成这种概念：日元将对美元升值、通货膨胀将恶化、石油股反弹的时机已经到了。有了一个总的概念性框架，斯坦哈特着手寻找个股。由于付了那些佣金，他会不断接到华尔街打过来的电话，向他提供一些可能有利可图的交易的消息。"我们将调低对通用电气下个季度的盈利预期！"，"花旗将调高巴西的信用等级！"，华尔街的一些公司影响力非常大，他们的看法往往会在一定程度上左右市场走势。当这些公司的主要分析师有新的想法时，斯坦哈特希望自己能接到"第一个电话"(first call)。这倒不是因为这些分析师的观点一定对，但是只要那些在斯坦哈特之后接到这些分析师电话的人认为是对的就足够了。因此，如果明天报纸上说某位大师相信德州仪器公司前景将转好，而你发现这只股票已经在涨了，不必感到奇怪：斯坦哈特（或另一些斯坦哈特们）或许早已得到了消息。

从经纪人角度看，同斯坦哈特打交道的一个好处是，如果他信任你，他会立即下单，而不会将这个消息带到委员会讨论或搁置起来慢慢考虑。从一个紧急电话中，你能得到一个 10 万股的买单。你一定会对此 10 万倍的重视！如果这位经纪人还有可能将自己急于出手的股票的一大部分头寸转让给斯坦哈特……当然，前提是斯坦哈特对这只股票感兴趣，而且价格上要做些让步。作为回报，如果斯登哈德得到消息某一股票可能下跌时，他可能会帮某位经纪人一把，让其得以在消息传开前脱身。

对于斯坦哈特这样一个短线投机者来说，当下正在发生或近期将要发生的事情才是现实。长期内发生的事情，那些着眼于长期的华尔街研究报告，都是将来的事——虚幻世界。作为一个交易者，斯坦哈特觉得，一次又一次地赚取一些小的收益——10 个百分点、5 个百分点、15 个百分点——比持有股票等着遥不可及的事情发生（在斯坦哈特看来，这种事情也许永远不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生），要强得多。例如，1983年，他以117美元的价格买了80万股IBM的股票。这只股票缓慢上涨，涨了15点。大多数股民会在报纸上注意到这种涨势，但又不甘于就此平仓，于是不会采取任何行动。接着，这只股票又跌回到了120美元，吞掉了大部分涨幅。噢，太可惜了！而不同的是，斯坦哈特是用借来的1亿美元以每股117美元买入，在接近132美元的价位卖出，净赚了1 000多万美元！然后，在股价达到顶点时，他又卖空了25万股，并在股价跌到120美元时平了仓，又赚了几百万美元。

"我的交易量非常大，"斯坦哈特说，股市行情好时他几乎每隔一个月或两个月就将其投资组合中的股票换一遍，"有些交易不一定是单纯为了赚钱，而是为了创造新的交易机会。交易是一种催化剂。我是多么羡慕那些可以持有一只股票达几年时间的投资者！他们可以为了很久才有可能发生的事而一直这样等着。在这个世界上，没有哪个成功的投资者会比我更少碰到单笔交易回报率为两倍或三倍的机会了。我总是见好就收，不过，我的大部分利润都是在持有了一年以上的投资品种中赚到的。"这也是斯坦哈特"方向性"下注的时间长度，比他所做的那些大量交易的期限要长。

但是，斯坦哈特的成功更多地归功于短线交易。他还对整个市场的短期走势进行投机。他可能借钱做多，也可能持有净的空头头寸。"我有五六个证券分析师，三四个交易员，和一个负责寻找有可能出现重要变化的行业的经济学家。我希望这位经济学家能找出多数人一致的观点和其他观点之间的不同之处"。

由于斯坦哈特尽量避免长线投资，因此有人认为他是一位保守的基金经理。时任共同基金（Common Fund）公司总裁兼捐赠咨询公司（Endowment Advisers Inc）总裁的乔治·基尼（George Keane）说，尽管斯坦哈特管理的账户年周转率[①]非常高——介于500%和1 000%之间，但是，"我们都把斯坦哈特看成一位不热衷冒险的基金经理。他一直在做短线交易"。

斯坦哈特管理着三只基金。一只基金针对的客户主要是国内纳税投资

① 该比率为当年总交易量与持有的股数之比，可以用来衡量该账户交易的活跃程度。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，该基金大量利用杠杆——借钱；另一只基金则很少使用杠杆利率，其客户是国内免税机构；第三只基金专门为外国人服务。这三只基金持有同样的资产组合，其差别是所服务的投资者类型不一样。按照有关规定，每只基金最多只能有 99 位参与者；如果参与者数量超过限制，斯坦哈特就不得不将基金注册成投资公司[①]。几年来，斯坦哈特都将基金参与者的数量保持在这个限度内。每年基金合伙人变动一次。根据退出者的数量，斯坦哈特会补充一到两位合伙人，但是每次都会有一串长长的候补名单。

斯坦哈特管理的最早的对冲基金——斯坦哈特合伙公司，在他有把握时也会充分利用杠杆。这里有一些例子。其中之一就是前面提到过的 1983 年快速出击 IBM 的股票。另一次是在 1981 年，斯坦哈特确信中期国债将有大的涨势。斯坦哈特的经济学家兼合伙人、曾任联邦储备银行官员的乔治·亨利认为美联储将下调利率；当时联邦基金利率高达 14%。于是，斯坦哈特用基金掌握的 5 000 万美元现金以及借来的 2 亿多美元购买了价值 2.5 亿美元的五年期美国国债。然后，他焦急地等待着利率的下调。（当时，该基金账面上出现了 1 000 万美元的亏损。）那时他失去了一些客户，但最终他赌赢了：2.5 亿美元——其中基金只投资了 5 000 万美元的权益金——的债券投资赚了 4 000 万美元。斯坦哈特合伙公司在 1981 财务年度收益率为 10%，而同期标准普尔指数 500 指数下跌了 3.4 个百分点。次年，斯坦哈特对中期政府债券的杠杆投资将斯坦哈特合伙公司的收益率拉升到了 97%。

不到三年，斯坦哈特又回到了债券市场。1984 年年末，他购买了 4 亿美元的中期政府债券——其中大部分钱是借来的，这次仍然是赌利率下调。这次他又赌赢了。当时利率创纪录地高：最优惠贷款利率接近 15%，长期利率达 13%。1985 年 7 月，他抛掉这些债券，赚了 2 500 万美元。

正如斯坦哈特的一个助手评价的那样，“没有什么可以让他胆怯”：他喜欢做大笔交易，并举重若轻。例如，他出击 IBM 股票就是因为听了一位同事的推荐。不过，斯坦哈特给这位同事的印象是，他可能只买了 2 万或 5 万

① 美国有关法律规定，作为私人合伙的投资机构，对冲基金的投资者不得超过 100 位。即 1 个一般合伙人加 99 个有限合伙人。否则必须在美国证券交易委员会登记，接受管制。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股。实际上，斯坦哈特一下子买了几十万股。

斯坦哈特白天是在一个巨大的、形状像船头的木质控制台前度过的，控制台上到处是荧光屏、按钮及闪烁的小灯。他觉得穿着太正规并不能为交易带来什么好处，因此他的典型装束是开领的黑色T恤衫，配上深色的裤子。他体形肥大，嘴唇上留着胡子、脑袋滚圆、头顶微秃，这使他的脑袋看起来有点像海豹的脑袋。平静时，他嗓音柔和，略带嘶哑，举止儒雅，和蔼可亲。他谈吐不凡，给人的印象更像图书编辑，而非华尔街的投资家。他承认自己体重超标：他曾去亚利桑那州的温泉减肥，但效果不佳，因此4天就回来了，而原计划疗养7天。

和多数投资者一样，斯坦哈特也是白手起家。他出生于纽约布鲁克林区，父亲是珠宝商。斯坦哈特1岁时，父母就离异了。根据犹太教的戒律，他父亲没有给他现金，而给了他100股宾州迪克西水泥公司的股票和100股哥伦比亚天然气系统公司的股票。斯坦哈特后来说，当他在布鲁克林长到13岁时，“仍然对股市里面的事一无所知，而且认识的人里面也没有人了解股市”。他开始研究证券公司的报告，并通过《世界电讯报》(*World Telegram*)跟踪他的股票。他开始频繁地去美林公司的一家营业部，和那些“抽着雪茄的老人一起盯着报价机”。不久，他就在买卖股票了。

高智商的斯坦哈特在16岁就读完了高中。他考上了宾夕法尼亚大学沃顿金融学院，并于19岁毕业。他的职业目标非常明确，1960年进入卡尔文－布洛克（Calvin Bullock）互助基金组织从事研究工作，周薪为80美元。他当时做得并不出色，布洛克后来回忆说。后来，斯坦哈特参加了美国陆军预备队。退役后，他在《金融世界》杂志做过记者，不过时间很短。他不安分的性格无法专注于就事先定好的问题——如“你对通用汽车公司怎么看”——进行采访，更不要说回答了。最终，他被解雇了。“真糟糕，”他说，“我当时以为我在华尔街的职业生涯将从此结束了。”

接下来，斯坦哈特在洛布－罗兹合伙公司做了分析师。他最早推荐的股票之一是海湾西方石油公司（Gulf & Western），这只股票翻了3倍。很短的时间内，斯坦哈特就跻身于公司首席“特殊情况”分析师之列。这时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他还开始和A·G·贝克尔（A.G.Becker）公司的一个叫霍华德·伯科威茨（Howard Berkowitz）的分析师交换信息。伯科威茨又将斯坦哈特介绍给了一位兄弟会成员杰罗尔德·法恩（Jerrold Fine）；当时法恩在多米尼克合伙证券公司管理着合伙人的资本（他们三人均是同年考入沃顿学院的）。1967年7月10日，斯坦哈特、法恩和伯科威茨三人成立一家公司，起步资本为770万美元。这家公司管理的资金第一年的回报率为30%，第二年达到84%，而同期标准普尔500指数分别只上涨了6.5%和9.3%。他们开了个好头。

“那是段美好时光。”斯坦哈特回忆说。到1969年年末，公司的资本已经超过了3 000万美元，并造就了三个不到30岁的百万富翁。

斯坦哈特成了首席交易员，而法恩和伯科威茨专注于研究。20世纪70年代公司又添新丁，不过一直保持着狂热的发展势头——就像现在一样。狂热到“午饭顾不得吃，连着召开14次非正式会议，马不停蹄地做交易”。十年紧张、忘我的投资工作让斯坦哈特感到他的眼界变得过于狭窄，他渴望休息一下。

“我一直在思考人生的目的。我为家庭做什么了吗？我为这个世界做了什么呢？这是我一生中做得最好的事情吗？”由于一直被这些问题所困扰，而且被十年投资生涯搞得疲惫不堪，斯坦哈特1978年休了一年的假。他将自己管理斯坦哈特合伙公司所得的600万美元中的400万美元交给基金管理——当时该基金管理的资金已达1.1亿美元，然后就隐退了。正如他所说，他抽烟太多、体重超标（210磅），觉得“最好还是退休。我不想再回来”。但是，他的朋友都不相信他能真的能离开，因为大家都知道他是一个工作狂。

这一年里，斯坦哈特声称他没有和基金办公室联系过，也再不读报纸或看股市行情。考虑到卡特政府节约能源的号召，斯坦哈特开始做自己想做的事情，包括多陪家人待在位于第五大道、可以俯瞰中央公园的家中，或位于纽约北部基梭山区的24英亩（1英亩约为4 050平方米）大的庄园里。他在庄园里种植草莓、制作果酱、上钢琴课和网球课，和一位犹太教拉比一起读

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《旧约全书》，研究园艺和瑜伽，尝试过慢跑，后来又放弃了，修整房子，并去以色列旅游了几次。不过，一年后，他又回到他那“光荣的事业”中去了。

问题是，斯坦哈特在他休息的这一年里始终没有找到另一份有合适的地位和报酬的新工作。“我在努力学会不让职业左右我的人生观，”他说，“经过这一年的休假，我可以回去继续做以前做过的事，但是眼界开阔了许多，而且不再为工作和人生的目的感到困惑。”无论如何，他工作的目的都不是金钱。据估计，斯坦哈特个人的财富可能超过了 1 亿美元。

至于他的合伙人，法恩于 1976 年离开并在康涅狄格州成立了自己的私人合伙公司[①] 查特－奥克合伙公司（Charter Oak Partners）。在后面，我们会看到他曾为哈佛大学管理过捐赠基金。伯科威茨 1979 年也离开并成立了 HPB 联合公司——这也是一家私人合伙公司。从此以后，斯坦哈特一直独力管理着斯坦哈特合伙公司，而且干得非常出色。他拥有该公司一半以上的股份。

并非所有人都能跟上斯坦哈特的节奏，有时他也会因投资失误发脾气。那些和他一起工作过的人都认为实际上他对自己比对别人更苛刻。“无论那只股票是不是他挑选的，”哈里斯联合公司的彼得 · 福尔曼（Peter Foreman）说，“他都会自责。”斯坦哈特承认：“我有点完美主义的倾向。我对别人的要求、期望有时或许有些不切实际。”

《华尔街日报》上有篇文章援引斯坦哈特合伙公司一位前雇员的话说：“那种经历就像女人生孩子时一样痛苦。在那儿工作苦不堪言。”斯坦哈特“像鹰一样盯着你买入的每一种股票”，那位分析师补充道，“他问许多问题。一个问题你回答不上来，他就不会放你走。这是管理资金的好方式。但对一些人而言，太紧张了些”。

照此下去，他在这种高强度的，有些是自加的压力下，有些人认为迈克尔 · 斯坦哈特可能会再次退出。正如斯坦哈特所说，“有时，我会考虑退休。

① 在美国注册的对冲基金一般都采取私人合伙公司的形式。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我做的工作有许多都是重复的……我一直觉得可以找到更多有趣的安度晚年的方式”。

例如，他在那年休假期间就想过去以色列投资。不过，对于企业来说，以色列的投资环境极其恶劣——高通货膨胀、官僚机构庞大而且效率低下，是标准的黎凡特（Levantine）式的商业氛围。斯坦哈特和一位以色列人合伙开始在一些小镇做房地产开发。以色列恶劣的经商环境令他不断受挫。但是，他没有放弃。他在以色列最大的一家钢琴厂进行了投资，并帮助美林在以色列建立了办事处（即 MSC 股份有限公司）。

交易技巧

“我管理的基金从不持有我没有把握的头寸，”斯坦哈特说，“如果有分析师递进来一份报告，我会考虑 5 分钟时间，然后做出决定。分析师做出预测，一些公司下季度的盈利将增加，还有一些公司的管理层将发生变动，或诸如此类。我倾向于被动管理——将一大部分决策权交给分析师。如果事情没有办妥，我会反复仔细检查那份分析报告。我的主要角色是总指挥，确定基金可以持有的总头寸以及能接受的风险水平。”

“我将我的角色看成是利用一切可行的手段，尽可能获得最佳的资本回报，而不是拘泥于一种特殊的交易风格。我每天都问自己风险报酬率（risk-reward ratio）是否符合要求。第一，我最关心的是长线投资头寸。第二，是新股——我们成功申购到大量有吸引力的新股。第三，我们以尽量高的利息把股票借给经纪人以轧平他们持有的空头头寸。过去我们常不向这些经纪人收取利息，不过，最近几年，他们要付给我 10%~60% 的利润提成。第四，我们还有人在做套利交易，包括买进破产公司和商业索赔（trade claims）。第五，我们还充分利用那些现代的玩意：指数期货，等等。我有四五位交易员负责和 80~90 个经纪人打交道，这样可以在最大限度上利用华尔街的信息。如果只做长线交易，我不可能取得这样的成功”。

“这是不是有些类似 A · W · 琼斯的理论，”我问，“雇一帮天才，给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们指导，并监督他们进行交易？”（A·W·琼斯合伙公司于1974年解散了。）

“不，”斯坦哈特回答说，“我自己也花大量时间做市场分析。”A·W·琼斯最初的想法是他无法分析市场，但是只要能确定股票的相对价值，就可以通过买入好股票抛出差股票来赚钱。他的想法并没有取得成功。琼斯雇用的那帮管理人员——他们拥有琼斯合伙公司的一部分股份——竞相持有越来越激进的头寸。琼斯合伙公司自称对冲基金，但是并没有采取对冲手段来降低风险。“我很少做空，但的确持有过占公司资本30%~40%的净空头头寸。”斯坦哈特说。

斯坦哈特告诫那些想买低价股（指那些价格处于阶段性低位的股票）的投资者：那些股票还可能会继续跌下去。投资者必须考虑市盈率、工业发展势头、公司在市场竞争中的处境，以及许多其他因素。

我们谈到了罗伯特·威尔逊（Robert Wilson），他是一位著名的投机家，现在已经隐退。“他不做任何研究工作，”斯坦哈特不相信地摇着头说，“他依靠经纪人提供的消息和上市公司做的报告。他就是这种人。”

“我基于基本面的长期前景选择长线投资品种的——不过，这并不意味着我必须持有这些头寸到一定的时间。我经常对下属说，要将投资决策建立在长期基础之上，即使你要赌的事件可能不会发生。我常试图判断市场会对长期展望做出什么样的反应。”

人们常问斯坦哈特其基金的投资主线是什么。他说一直在变：“1982年，是利率。1985年，公司有一半的收益来自一家叫蒙特爱迪生（Montedison）的意大利公司。我们50美分买进，3美元卖出。1973年和1974年，市场下跌，我们靠做空分别获得了30%和40%的年回报率。”

在同类股票中，斯坦哈特尤其偏好投资那些有回购计划的股票。回购计划可以为股票涨势提供额外的支撑，而且到时有更好的机会卖掉股票。

投资者只要分析一下斯坦哈特持有的投资组合，就会发现并没有什么高深莫测的投资主线。那就是一个大杂烩。不过，大部分年份里，公司的主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要收益都来自两到三种投资品种。由于斯坦哈特在市场上非常活跃，因此他每天都可以碰到无数的机会，也被迫随时关注市场可能出现的任何动向。总之，一句话，他是一个折中主义者。

“我是从做分析师起步的——拜访上市公司管理层，做行业研究等等。那是在 1967 年，大家都习惯长远打算。最聪明的投资者寻找的是那些最具有长期增长潜质的上市公司。这在后来导致‘漂亮 50’[①]的出现：人们愿意花高价购买符合这种标准的股票[②]。投资者继续在海水养殖等领域寻找潜力蓝筹股，但最终都不了了之。每位投资者都在寻找新的投资概念。他们开始不再关心价值、市盈率。他们的想法就是寻找那些年复利增长率能达到 10% 或 15% 的公司，而且不必在乎买入价格是多少，因为这些公司的高增长可能会永远持续下去。所有这一切终于导致了 1973~1974 年的股市崩溃。

“今天，大家关注的是短线、交易技巧和程序化交易。我们现在正在走向另一个极端，它们的作用同样被夸大了。最后会怎么样？我认为我们迟早会回到重视长期投资的路子上来。

“现在，越来越多的基金经理相信他们需要多种素质：他们不得不增加对日本的了解，对黄金市场和固定收益证券市场做出展望。例如，市场出现了急跌或急涨——为什么会这样？这种情况通常是触发了某只指数基金的程序化交易。因此，你必须理解这些程序的工作原理。

“我对标准普尔指数期货很着迷，”斯坦哈特曾经说，“它们反映了市场

---

① “漂亮 50”(Nifty Fifty) 的概念，源于 20 世纪 70 年代美国《福布斯》杂志，此后成为“最值得拥有的股票”的代名词，并在 20 世纪的后 30 年间为投资人提供了平均 13.13% 的年回报率，成为美国金融界和资本市场一个广为流传的神话。入选“漂亮 50”的公司是那些具有长远发展前景的优势企业，包括：麦当劳、沃尔玛、IBM、可口可乐、柯达、百事可乐、迪士尼等公司。——译者注

② 20 世纪 70 年代初时，“漂亮 50”的市盈率平均达到 41.9 倍，是当时标准普尔 500 成分股平均市盈率的两倍多。1972 年，当美国股市开始衰退，其他股票都在崩盘时，“漂亮 50”却异乎寻常地狂热，索尼的市盈率被炒高至 92 倍。直到 80 年代，“漂亮 50”才出现大幅调整。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易的精髓。股指期货和现货之间存在一个数学关系[①]，两者之间的价差被称为升水：这个升水精确地衡量了你没有拥有这些股票而放弃的价值，减去你可以用这些资本做其他事情而节约的成本——机会价值。上午 11 点到 11 点 15 分之间升水过大表明市场处于牛市，因为这意味着市场情绪非常乐观。但是，持续几天或几周升水过高就是熊市的信号，而且持续时间越长，信号就越可靠。当升水超过其平价水平时，会触发越来越多的程序交易，因此最终所有的程序交易都被触发。

“很少有市场参与者理解程序化交易的动机。程序化交易的主要动机是机构手中有几百亿美元的资金需要保持几周或几个月的流动性，因为这些机构需要这笔资金——用做营运资本，或支付保险索赔，或做其他用处。一句话，这些都是短线资金。因此，如果有经纪人短期内可以为这些机构提供一个高于它们作为现金等价物的无风险回报，那就相当诱人。

“程序交易是这样操作的。当标准普尔指数期货升水达到一定水平时，计算机就发出指令卖出期货，买进现货股票。不用买下所有 500 种股票。据计算，少于 400 种股票也可以达到同样的对冲效果。这样你瞬间可以完成大规模交易。一些大公司——如所罗门兄弟公司——大量利用这种技术”。

做空方

斯坦哈特打趣说，实际上，对于包括他自己在内的大多数人来说，做空需要做一种心理上的调整，以克服自己正站在魔鬼一边和国家、母亲们以及传统价值观作对的怪念头；而且要接受空头的损失可能是无穷大的说法也不容易，而做多的最大可能损失是 100%。

---

① 考虑如下套利交易：卖出一份股指期货并同时借钱买入等量的成分股。这种交易是零成本的，而且是无风险的，根据无套利原理，其到期收益应该为零。因此，理论上，不考虑税收、交易成本等市场摩擦因素，股指期货的价格＝股指现货当前值＋持有成分股的资金成本（贷款利率按无风险利率计算）－持有成分股的收益（红利及将其存在银行获得的利息，存款利率按无风险利率计算）。股指期货和现货之间的价差被称为升水。当升水的值过大或过小时，程序化交易者将买进股票，卖出期货；或卖出股票，买进期货，使得现货和期货之间的关系回到原来的关系。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，斯坦哈特的投资原则是“不入虎穴，焉得虎子”。1972年，他卖空了几只大名鼎鼎、被称为“纯洁的处女”（vestal virgins）的成长型股票——宝丽来、施乐、雅芳实业等——那时这些股票的市盈率高达30~35倍。不过，令他沮丧的是，这些股票继续上涨，最高时市盈率达到了40~45倍。而且，在1973年股市崩溃时，这些股票反而加速了上涨。1976年1月对公司来说也是黑色的，当时公司持有的空头头寸达到最高水平，随后市场迅速上涨。幸运的是，这样的损失以后没再发生过。1973年，斯坦哈特卖空了10万股美国最大的建筑商考夫曼－布罗德合伙公司（Kaufman & Broad）的股票，当时这只股票处在40美元的高位。当这只股票由于利率和通货膨胀率不断交替攀升而崩溃时，斯坦哈特合伙公司大赚了一笔——他们以20美元的价格回补了全部空头头寸，后来这只股票最低跌到了4美元。

我问斯坦哈特都做空哪种类型的股票。许多投资高手的经验是做空赚不到钱，但是可以用来平衡过大的多头头寸。

“做多时，我要找的是那些市盈率低、有反弹潜力且还没被市场注意到的股票。做空时，我的目标是那些最有名气的上市公司，这些股票最容易投机过度。我通常做空市场那些‘领头羊’股票，这些股票一般都是机构股。这些股票与我做多的股票正好相反——它们的市盈率都很高，非常热门，股价中已经包含了机构的过高期望，而我认为这只股票肯定会让他们感到失望。不过，要确定这些投机泡沫破灭的时间不是一件容易的事情”。

“和那些抱有投机性期望的机构对赌是正确的，但是你要有坚持不懈的耐心，并经受住折磨。我的确有过早做空的倾向。我正在做空基因技术（Genentech）公司。该公司有50亿美元的市值，且只有一种产品，而Lilly公司刚刚引入一种竞争产品，还正在开发一种新产品——一种治疗心脏病突发的药物。基因技术公司的账面价值仅为2亿美元。我在此做空，除了煎熬之外，一无所获”。①

斯坦哈特提到了一家位于美国西海岸的公司。该公司由几位兄弟共同

① 不久之后，这只股票就崩盘了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组建，他们都是基金经理和经纪人。他们寻找做空可以获得80%~90%甚至100%——通过公司破产——的回报率的公司。他们喜欢揭露上市公司的丑闻或骗局。这种玩法的确够高明，需要的投入也不太大——但也够让人心惊胆战的。例如，斯坦哈特持有大量康隆集团（Cannon Group）的空头头寸达一年之久。这家公司在20世纪80年代早期被两个以色列人收购，报表显示直到1988年为止该公司每股盈余都在上涨。他们制作电影并通过出售影片放映权来获利。受益于漂亮的盈余报告，他们从市场上融资几亿美元。斯坦哈特说他以19美元的价格做空的康隆集团，然后看着这只股票涨到了46美元。（在我们交谈时，康隆集团跌到了6美元以下。）

斯坦哈特做得最满意的一只股票是国王资源公司（King Resources）。[①] 在这家公司破产之前，1968年他获得了7~8倍的回报。"我们是更大的傻瓜，"他说，"我们真的相信了他的谎话。我卖空这只股票只是因为它涨得太快了。"

"我在日本市场上做空过一些股票——不过亏了钱。我到现在都不理解日本固定收益证券利率和股票市盈率之间的关系。显然，债券利率越低，股票的市盈率就应该越高"。他告诉我，当时，他还持有24只股票的空头头寸和40只股票的多头头寸。

斯坦哈特经常认真评估其投资决策，每天都检查很多遍他的投资组合。他倾向于将注意力集中在表现不佳的投资品种上。如果某天某只股票表现好于大盘，那么一切好说。如果不是这样，他开始寻找原因。可能是决策失误，也可能是随机现象。但是他会全神贯注地盯住这只股票，直到他确信这的确是随机的波动。

他喜欢在投资组合中持有那些能引起套利交易者注意的股票。因此，他经常能走在趋势前面。

20世纪60年代和70年代，他说，最聪明的人都在并购领域——现在仍然是这样——和金融研究部门。很少有精英愿意做交易员。但是最近20年这

① 这家主要从事节税型石油钻探生意的公司，是由美国商界的传奇人物约翰·金（John King）领导的。该公司曾涉嫌与伯尼—克龙菲尔德（Bernie Cornfeld）组合基金从事一系列欺诈性交易。随后，这两家公司都破产了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种情况有所转变了。现在沃伦 · 巴菲特式的人物已经不再是主角了，而是交易员：阿舍 · 阿德尔曼（Asher Adelman）、卡尔 · 伊卡恩（Carl Icahn），以及吉米 · 戈德史密斯（Jimmy Goldsmith）。

1975 年以前没有关于场外交易员的报道。因此，套利机会可能在三级市场（the third market）[①]和交易所之间存在。斯坦哈特记得他曾购买了 70 万股宾州中央（Penn Central）公司的新股，价格介于6.875~7.125 美元之间。后来，Jeffries——一家专注于三级市场的公司——打电话给他，说他们有 70 万 ~80 万股宾州中央公司的股票要出售。斯坦哈特立刻检查了市场的容量，发现这只股票交易量很大，涨势强劲。于是他投标买下了 Jeffries 公司要出售的所有的宾州中央的全部股票，价格为 6.15 美元。40 分钟后，他将这些股票在交易所市场卖出，赚了超过 400 万美元的利润：多么美妙的 1 个小时！这基本上是 Jeffries 公司客户的失误。他本应该了解一下纽约股票交易所的行情，以确定这只股票的市场深度。无论如何，斯坦哈特合伙公司一时交易量大增。后来仍然有套利机会存在，不过都随着证券买卖汇总记录带的消失而消失了。现在，基本上不存在这样的机会了。

选股专家

华尔街有比较突出的经纪人吗？斯坦哈特回答说，他定期得到大量消息，但是并没发现哪家经纪公司或研究机构在长期内一直表现得出类拔萃。他说也可能有一两个例外。他有一些很特别的爱好，例如为了拜访一位中美混血的投资记者蒂姆 · 霍尔特（Tim Holt）并听他的讲座，他曾付给此人 1 000 美元，不过，他发现没得到什么有用的东西。“我没留下任何印象。”他说。

他评论说，那些只对佣金感兴趣的人很难成为优秀的选股专家。如果一个人真的很优秀，那么他完全没必要出售自己的想法：因为回报率太低了。

① 三级市场指场外交易市场，即股票没有在交易所，而是通过柜台进行交易的市场，又称为柜台交易市场（OTC）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有那些平庸的人才会发现出售自己的想法是划算的。大多数经纪人“甚至不敢到股市中一试身手，或者当形势和他们的看法相左时，再多坚持几天自己的观点”。斯坦哈特说。至于他自己，他总是尽力而为。

在沃顿金融学院学习期间，斯坦哈特发现概率论是一门非常有用的课。概率知识使他能够自如地处理不完全的和不精确的数据。这门课教会了他处理许多事，甚至包括程序化交易的方法；它让他理解了什么是可以被理解的。他说，将概率的方法应用于决策可以保持整个决策过程的一致性，而且可以让他在遇到与技术有关的事情时做出判断，例如当他对设计到技术一无所知时。斯坦哈特说他不知道256K的RAM是什么东西，但是如果这个行业出现重要的变动，他能够抓住重点，提出一些恰如其分的问题，有时那些真正懂行的人还不如他。

他所说的一致性，是指不同的主题可以用类似的方法处理，例如一款新电脑的推出对特定市场上其他电脑产品的冲击，在考虑到通货膨胀及其对债券市场的影响的情况下调整对贸易平衡的预期——或者，如何看日本人打算投资道琼斯指数成分股。

斯坦哈特每年和一位著名的经济学家见一次面，每次见面此人都会惊叹：这个世界自他们上次见面后竟然还没有土崩瓦解。所有的统计数字——政府负债与储蓄之比、政府负债与GNP之比、政府负债与第三世界收入之比——都前所未有的糟糕。在斯坦哈特看来，“经济系统能够经受住石油美元的冲击、不是过高就是过低的通胀率，以及我们看到的其他周期性循环简直就是一个奇迹。问题不断出现。20世纪60年代，美国联邦国民抵押协会（FNMA）因无力偿还债务而被迫将资产证券化——现在是得克萨斯州出现了大量不良贷款”。

“你体验过熊市时不想看行情的可怕感觉吗？你最得意的股票又下跌了6个百分点，或者干脆仍在停牌。现在许多人在利用一些稀奇古怪的工具——CATS[①]以及诸如此类的东西——这些人从来没有经历过股票市场的

① 即计算机自动化交易系统（Computer Asset Tracking System）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

崩溃[①]。尽管目前市场的波动性已经相当大了，但是未来发生的事仍然会让大多数市场参与者大吃一惊”。

“我还记得 1974 年股市大跌 60 个百分点的那一天。我通过芝加哥的一家经纪公司下了单，是空单。随后，报价系统就崩溃了！他们的报价系统根本就处理不过来那么多报单。结果出现了 200 万美元的错账，对这家公司来说是史无前例的。许多事情都没有经受过考验。另一方面，就我们已经尝试过的范围看，我们的经济系统还勉强能经受得住。石油美元、纽约市财政危机、第三世界债务问题，还有……”

通货膨胀中的投资

“过去可以平抑市场波动的因素现在都失效了。”斯坦哈特曾经说过，“资产组合保险、程序化交易、市场的国际化、机构投资的不断增加等把事情全弄糟了。一些专业的经纪商曾承担着做市的责任。现在他们的资本用来做市已经不够了。他们只能略微增加一点市场的流动性。”

“最糟糕的是经纪机构资本的增加速度跟不上市场上涨的速度，因此他们不能起到什么作用。随着对佣金管制的放开，大型经纪商正在逐渐放弃做市。”我指出这种情况与我们的期望相反：有理论认为机构投资者有稳定市场的作用。“根本没那回事，”斯坦哈特说，“他们做什么都是一哄而上。”

那么下一阶段股票市场会怎样发展？

不久前，斯坦哈特在哥伦比亚商学院讲道，目前股市上涨的两个主要原因是低利率和美国的整个工业基础的杠杆化。其结果是，由于杠杆收购和上市公司回购股份等因素而导致股票供给锐减，而在需求方面，公司普遍感到通过股票市场收购上市公司的股份比新建公司更便宜，从而导致股票需求大增。这些现象是美国股票市场的主导因素。只要这种情况没有改观，公司盈余以及其他因素都是无关紧要的。

① 后来，1987 年 10 月 19 日，发生的美国股市“大崩溃”在很大程度可以归咎于许多金融机构滥用程序化交易进行指数套利。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个新的主导因素是政府债务。“这将成为决定西方世界未来经济发展状况的关键因素”。斯坦哈特说，而且现在对政府债务的使用已经和10年或15年前大不相同了：“有不同的评价政府债务的道德标准。不过，不知在座各位是否能想象，6年前罗纳德 · 里根总统会允许出现财政赤字并保持6年之久，将政府债务[①]翻了一番。他从小接受的道德观不允许他那样做，但是，他真的那样做了，而且这种做法还成了美国经济的重要组成部分。关于政府负债的争论牵涉到生活质量问题、第三世界、市政债务、借款消费（已经在消费支出中占到相当大的比重）——所有这一切已经深刻地改变了我们的生活方式。自1983年以来美国股市持续上涨，其中首当其冲的因素是负债手段的广泛应用。”

“世界范围内，政府负债在收入或资产中所占的比重都出现了大幅增长。这最终将导致世界经济的崩溃。这种情况不具有可持续性。政府最终将拒绝清偿这些债务，并将这些债务证券化，从而导致通货膨胀。”

斯坦哈特预测由于将发生新一轮的通货膨胀，美国股市正进入高风险时期。他指的是原油、纸张、化学品等许多商品价格的上涨。他还指出由于疲弱的美元将导致进口成本增加。1988年年初，他预测到年底之前通货膨胀率将翻一番，达到4%，而且事实确实如此。他预期当年美国经济增长速度将超过大多数人的预测，受益于强劲的消费和贸易平衡的改善；还预测美联储将紧缩货币，利率将走高，而长期政府债券的利率将上涨1~2个百分点——这些后来都成为了现实。为了以防万一，他调低了权益资产在投资组合中占的比重。

至于市场下一步怎么走，他预测，由于通货膨胀抬头，一直保持稳定的利率可能会上升——他补充说，也许现在正在上升。如果发生通货膨胀——这种情况很有可能发生——那么最初将导致公司利润增加，因为需求增加了，而消费者的收入将增加。如果通货膨胀是由需求引起的，那么生产钢铁、石油、铝以及类似基础产品的公司的利润将增加。不过随后，美联储

① 政府债务为历年财政赤字累计之和（扣减财政盈余）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会采取紧缩措施，经济开始冷却。

斯坦哈特说，他有一种感觉，市场可能不会有大的反应，因为可能产生市场影响的一些因素会在一定程度上相互抵消，例如通货膨胀的上升和从流动性推动性市场到基于盈余的市场的转变。

万一最糟糕的情况出现了，该选择什么投资品种？

“如果事情非常糟糕，在经济萧条中一些公司将无力清偿其债券，于是发生债务违约或破产，这时投资者将遇到真正的麻烦，因此资产的流动性将显得至关重要。只有现金和现金等价物是足够安全的”。

黄金呢？

斯坦哈特回答，六七年前，金价达到 800 美元①，美国联邦国民抵押协会（FNMA）处于破产边缘，而且没人预测到政府会采取措施抑制通货膨胀。那时，黄金曾一度被看做资金最安全的避风港。但是他对自己的远期预测能力没有信心，他说：“我没有做过黄金，而且以后也不打算做。黄金的价格更多的是受一些心理概念——未来通货膨胀的情况，西方世界的自由化进程等——而不是经济概念的影响。除此之外，还有许多可以避险的投资工具。不过，如果我必须持有一个黄金头寸，我宁愿做多而不是做空。”

---

① 从 1971 年布雷顿森林体系瓦解，简单地说就是美国放弃“金本位制”，黄金的价格开始发生巨大的波动，特别是 20 世纪 70 年代末，石油价格的大幅上涨造成极高的通货膨胀，同时金价也大幅上涨。疯狂的投机活动导致金价在 80 年代初升至每盎司 800 美元的高位，但随后便出现了大幅下跌，在投资界甚至有“十年投资金变纸”的说法，直到从 2005 年开始，随着全球局势出现了一定的变化，加上油价的飞涨，使得市场重新审视黄金的避险功能，黄金的价格开始重新崛起，市场也出现了一定的投资机会。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

菲利普·卡雷特：赚钱天才

The New Money Masters

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲利普 · 卡雷特无疑是经历最丰富的投资家：他 20 世纪 20 年代初就进入了投资领域，已经在金融市场上打拼了 67 年。尽管已经年届 91 岁高龄，他仍然每天早晨很早就来到自己的办公室。他和两个儿子、一个孙女以及几位雇员一起管理着超过 2.25 亿美元的私人投资（1988 年才从家族之外聘请了一位 CEO）。这位百岁老人看上去依然精力充沛，宝刀未老。他的脸敦实而慈祥，布满了深深的皱纹。他经常轻声地笑，身上散发着一种令人难以抗拒的亲和力。

卡雷特的办公室位于纽约 42 街一座古老的艺术装饰风格的大楼里面，正对着中央车站的南出口。他的办公桌上方的墙壁上挂着一个标牌写着“天才的桌面都是零乱的”。“看看这个！”他笑着对我说，“我妻子送给我的。”所有投资经理（有别于投资管理者）的桌子上都堆满了资料，他们总是希望在下一批资料滚滚袭来之前，最大限度地从这些资料中榨取有用的信息。

办公室墙壁上还挂着一个更大的标牌：“我们的当务之急是，除掉所有的律师……”虽然卡雷特本人就是波士顿某房地产律师的儿子。“我的第一个进哈佛的先祖是德高望重的丹尼尔 · 古金，他是 1669 年进的哈佛。”他不无得意地说。我对他说我的父亲和祖父也是律师，他们都出生于波士顿，而我的曾祖父——一位牧师——1805 年加入了律师的行列。卡雷特显然认为这很正常。

“今年哈佛—耶鲁的橄榄球比赛你看了吗？”他问道，微带新英格兰地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区口音。我说没有看。“非常精彩的比赛：14 ： 10。我就坐在 30 码线的位子上……太激动人心了。我敢打赌，我是耶鲁大学体育馆内唯一一个当其于 1913 年首次投入使用时就在这里观看哈佛—耶鲁橄榄球比赛的人。那是另一场非常精彩的比赛：哈佛大学 36 ： 0 大获全胜。”

55 年的复合收益

卡雷特 1928 年 5 月成立了先锋基金。当时大约有 25 位股东：都是他的家人和朋友。他管理这个基金长达半个世纪之久，直至退休。在那 55 年的时间中，先锋基金的年复合收益率[①] 为 13%（如果从大萧条的低谷算起则为 15%）。这意味着如果有人在基金成立时就投入 10 000 美元，并且将每年收到的投资收益重新投入到基金中，那么到卡雷特退休时他就能得到超过 800 万美元（当然，在 20 世纪 30 年代初这笔投资将承受 50% 的损失）。今天，13% 的回报率并不是一个了不起的数字，但当通货膨胀率较低时，这种回报率还是相当可观的。无论如何，长期保持一个即便很低的复合利率也是可以创造奇迹的。

现在先锋管理公司已经是一家上市公司，而且卡雷特只持有该公司很小一部分股份。最初，先锋基金是由他独立运营的；后来，他兼并了这家管理公司并将该公司大部分股份出售给了位于波士顿的黑尔—多尔合伙公司（Hale & Dorr）任职的杰克 · 科根（Jack Cogan）。在那时，先锋基金成立了一个投资委员会，其成员包括：担任先锋基金研究主管的科根以及卡雷特本人。另两人在波士顿，因此每天早上卡雷特打电话和他们商量他当天的计划。“那就是我们的工作方式……先锋基金就是这样运营的。”卡雷特说。卡雷特的一位朋友说他“没有一点架子”——就是说，他没有任何做作或浮夸之举。先锋基金公司的董事会会议气氛亲切而随意。

先锋基金董事会中曾同时有三位八旬老叟：卡雷特本人，杰罗姆 · 普

① 投资的年复合增长率指一项投资在特定时期内的平均年增长率。可以用期末投资总价值与期初投资额之比的 n 次方根减 1 来计算，n 为这一时期经过的年数。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷斯顿（Jerome Preston）和菲尔 · 库利（Phil Cooley）。有时股东们怀疑这三位耄耋老人是不是已经过时了。卡雷特始终对打消这种怀疑信心十足：他坚信年龄可以带来智慧。

大衰退的必然性

“因此你认为我们将陷入经济萧条？”我问卡雷特。

“是的，恐怕如此。我有位合伙人，他住在宾夕法尼亚的伯利恒。有天晚上他参加了一个鸡尾酒会。他向酒会上的每个人大谈自己对股市和经济前景的看法。有个家伙自鸣得意：‘我手里根本没有股票，所以股市下跌对我毫无影响。’我的合伙人问他，‘但你的工作呢？’伯利恒有许多公司都处于周期性行业之中……贝斯钢铁公司（Beth Steel）、麦克卡车公司（Mack Truck）等。这个自以为是的年轻人吃了一惊。他无法想象失去工作后该怎么办，而这在萧条的时候很容易发生在他身上。这是我一生中第一次有这种悲观的感觉。目前的情况和 1929 年太像了，因此可能会发生同样的事情”。卡雷特一向非常乐观。当朋友们得知他预测 20 世纪 90 年代初将发生一次大衰退时，都感到十分震惊。

那么他认为什么货币是储备保值的最好选择呢？短期德国债券怎么样？“我认为可以。但是，我宁愿在美国投资。我是个旅行家：我在 100 多个国家待过，并且周游世界 11 次，但是每当我回到家里，我都在想，又回到这个世界上最伟大的国家多么美好啊。日本人可能比我们精明，但是我仍愿意待在这里。”

“没人能精确地预测到大萧条何时会来，”卡雷特说，“当我在布莱思（Blyth）合伙公司工作时——那是我的第一份工作，韦斯利 · 米切尔（Wesley C. Mitchell）博士过来吃午饭。他是哥伦比亚大学的经济学教授，首先提出‘商业周期’的概念。两个合伙人询问他对经济前景的看法。米切尔博士当时可能被这种免费咨询搞得有点恼火——如果收到一笔咨询费他可能会乐意效劳，但不管怎么样，他还是回答说他一直在写一本书，所以没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间考虑总的经济形势。那时正好是1929年大崩溃的前一个月！”

我提到，哈佛大学经济学会曾在1929年宣布，1920~1921年那样的萧条不可能再次发生。卡雷特说：“哈佛大学本来就不应该成立什么经济学会。它真给哈佛大学丢脸。1929年，感恩节刚过，该学会在波士顿举行了一次会议。我的一位朋友与克利夫兰信托公司（Cleveland Trust）的伦纳德·艾尔斯（Leonard P.Ayres）上校和吉米·休斯（Jimmy Hughes）一起喝咖啡。艾尔斯上校是国内一流的经济学家，而吉米·休斯则是股票市场专家。三个人一直认为大萧条只不过是‘撇去股市的泡沫’，不会影响到他们或任何人的生活方式。该学会还有一些非常杰出的人物，他们消息也非常灵通，却一样都做出了完全错误的判断。”① “因此直觉是最好的向导？”我问道。“直觉——下意识——要比统计数字可靠得多。人们应该相信自己的直觉。”他补充道，神色略显忧郁。

“我们再谈谈出现衰退的必然性……”我接着说。

“我不知道如果没有大萧条，我们该如何挤出经济中的债务。债务太多了。想想一个欠了债的人：他不能继续借债，又要不断还债。当听说一位朋友——一个摩门教徒——由于证券交易保证金账户而陷入严重的财务困境时，我大吃了一惊。没人会料到一个摩门教徒会拥有保证金账户。我还认识一个陷入财务困境的人，他是我一直在关注的一家公司的大股东。他的股票从60美元跌到24美元。由于保证金账户，他的资产从几百万美元变成了零，并欠政府30万美元的税。”

“在商业上，有负债是合理的。但是保证金账户里的负债——股票市场上的债务——就太危险了，因为它来得太容易了。你只要抓起电话就可以在股票市场中负债。而商人则不得不去见银行家并向他解释一切：他有什么资产，现金流来自何处，公司效益如何，他打算如何利用这些贷款，他想要这些贷款如何产生足以归还贷款的现金流。”

---

① 1929年，该学会在大萧条发生后宣布，“根本不可能出现像1920~1921年那样的严重衰退。我们并没有看到存货延迟变现、世界范围的商品市场低迷以及利率上升等现象。”那年晚些时候，该学会声明“宽松的货币环境本身可以表明当前的商业环境是健康的。”——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“科克（Koch）市长打算将纽约市政府预算削减5亿美元。这意味着可能要解雇许多人。一家管理良好的大型联合企业的董事长秘密地给了我一份内部备忘录。这份备忘录令人震惊——取消所有集体旅游计划；乘头等舱出差没有报销。他就差把所有100瓦的灯泡拧下来，换上25瓦的灯泡”。我提道，听说在大萧条期间曾有人在每个房子中只留一个灯泡，其余的全被拧了下来。卡雷特咯咯地笑了。

投资偏好

我解释说，通过研究极其成功的投资者的事业和方法，我逐渐得出一个结论：实际上他们一般都发明了一种新的投资方法——或者至少将前人的投资方法做了修改：T · 罗 · 普赖斯（T.Rowe Price）主张选择盈利极具增长潜力的股票，本杰明 · 格雷厄姆利用一系列公式将投资艺术简化为准科学，这些公式行之有效地使用了50年，直到20世纪80年代变得过于流行（至少有段时间是这样）为止；而坦普尔顿（Templeton）则是环球投资大师，投资遍布世界各国。卡雷特能说出他自己的贡献吗？

“我喜欢在场外交易市场上交易的股票。不过，我比大多数人要保守。许多人认为‘保守’意味着通用电气、IBM等。但是我选择的都是些不怎么热门的股票。在场外交易市场交易的股票不像在纽约股票交易所交易的股票那样容易受到操纵，也不易受大众心理影响。例如，我还记得温尼巴高实业公司（Winnebago）、科奇曼实业公司（Coachman Industries）以及其他所有‘娱乐车辆’①公司的股票。为了支撑这么高的股价，必须有一半美国人放弃房子，开着它们到处逛。这些股票我唯恐避之不及”。②

“拉尔夫 · 科尔曼（Ralph Coleman）管理着一个名为‘场外交易市场证券基金’的基金。其中包含了大约300只股票。一旦这些股票中有股票在

① “娱乐车辆”指房车。这种车是汽车和房子的结合体，里面有客厅、厨房、卧室、厕所，除了小一点，和一般居室没什么两样。一般价格较昂贵，适合旅游用。——译者注

② 罗杰斯曾相当看好这种概念的股票，参见本书第一章。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所公开上市，他就卖掉它。该基金表现极好。在我自己管理的组合中，场外交易的股票在所有股票资产中占了大约一半的比重”。（场外交易市场股票的长期走势见图 1。）

我问卡雷特他是否能证明场外交易的股票比在交易所公开上市的股票具有更高的内在价值。“不，”卡雷特说，“所有的垃圾股都是通过场外交易市场销售的，但也有一些顶尖的股票，比如说伯克希尔－哈撒韦（Berkshire Hathaway）。”（这只股票后来申请并获准在纽约股票交易所公开上市。）卡雷特说他认识沃伦·巴菲特，伯克希尔—哈撒韦就是由他管理的。[①]“他是我的朋友，比我要聪明得多。他在通用食品公司（General Food）的投资证明了这一点。这是一家比较平庸的公司，主要生产咖啡产品。当伯克希尔－哈撒韦购买这种股票时，我对自己说：‘天哪，沃伦这次犯了个错误。’当我得知到这次交易时，通用食品的股价约为 60 美元。几个月后，这只股票涨到了 120 美元……哈哈！”（卡雷特在讲这个故事时不时发出低沉而沙哑的笑声。他特别喜欢那些可以证明常识有时是完全错误的故事。）

在这一点上，卡雷特在某种程度上可以被视为“老版”的沃伦·巴菲特。的确，他们在外表上也很相似：圆脑袋并喜欢咧嘴微笑。两人都有一种反叛的性格：他们寻找没人想要的东西。两人都比较喜欢诸如自来水公司或桥梁公司之类的冷门股票，而且不在意这些股票被市场长期冷落。特别是，他们都具有成功的价值投资者应有的耐心。许多年来，他们都保持定期交流。

卡雷特喜欢那些盈利不断增长的股票，但补充说：“如果一个公司的盈利已连续 15 年增加，那么下一年的情况很可能会比较糟。”

“我喜欢阅读好的资产负债表。我收到大量年报。我全部都看，至少也要快速浏览一下。如果报表中权益比率很低，或者流动比率很低，我就不会再看下去。我不想看到负债的字眼，而且流动比率至少要大于 2。如果这是一家公用事业公司，我希望看到合理的财务比率、有利的市场版块及良好的

① 巴菲特曾评价卡雷特说：“菲利普所管理的基金的长期表现在华尔街是最好……每位投资者都应该研究他的投资之道。”他还称卡雷特是一位“既懂市场又懂商业的奇才。如果有一个投资经理声望排行榜的话，那么他一定能排到前十名”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

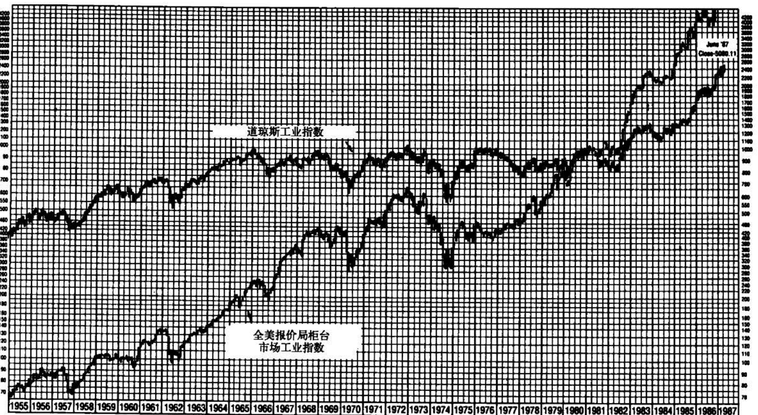


图 1　场外交易市场与交易所市场走势对比

资料来源：巴布森联合（Babson-United）投资咨询公司证券研究部。马萨诸塞州，波士顿，新布里（Newbury）大街，208号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监管气氛。”

“比如说，我喜爱的一只股票是玛格玛电力（Magma Power）。我已持有该股多年。实际上，我以大约4美元的价位买进的老玛格玛电力的股票，并在公司把主要资产剥离并部分清算时以45美元卖掉了该股，然后将所得购买了新玛格玛的股票。玛格玛有一个很大的优势，即根据加州法律的有关规定，邻州公用事业公司必须以最高的‘规避成本’价格购买玛格玛生产的电力。因此其市场是绝对有保证的。这在大萧条时期极为关键。这只股票并非通常所说的保守型股票。很多投资者自始至终都没有听说过它。但是，对我而言，这只股票却是绝对‘保守’的。”

由于我自己有一个原则——我们应该实地检查一下我们所感兴趣的公司的实物资产，因此，我问卡雷特他是否去过玛格玛电力公司。他说他去过。“原来的玛格玛公司位于旧金山以北的盖瑟斯地热田地带。公司所在的地区太迷人了，你能看到蒸汽从地面滚滚升起来”。

我问他，就市值或销售额而言，他感兴趣的公司的最低限度是多少。“我没有一定的标准。不过，我一般更偏好那些有几百或几千股东，并且市值在5 000万美元以上的公司”，“我喜欢‘收藏’一些稀奇古怪的小公司的股票。我有一些一家名叫‘弗吉尼亚自然桥梁’的公司的股票。高速公路都架在桥上面，因此你如果想要看一下桥就要下到山谷中去，从那儿你能抬头看到它。桥下面的土地归公司所有。该公司有一个餐馆和一个汽车旅馆。人们经常去那儿待上一两天。弗吉尼亚州早晚会有一届挥金如土的政府以远高于市价的价格买下这家公司。而且，我也并不介意持股等待”。

所有者管理

“我的另一个重要标准是管理层必须持有公司相当比例的股票。我曾和国民石膏公司（National Gypsum）的董事长通过信。他有公司2万股股票，但都被他以20美元的价格卖掉了。今天这么多股票值很多钱，但当时只卖了40万美元。我注意到该公司总裁仅有500股公司的股票，于是就给公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事长写了封信。但是，我得到的答复却让我感到震惊：'布朗先生拥有多少股票是他自己的事情，别人管不着。'我完全不同意这种观点。在美国证券交易委员会要求上市公司必须将公司高管及董事持股情况定期公示之前可能是正确的，但在今天情况肯定不是这样。一位公司高管至少应把他一年的薪水投资到公司股票中去。如果他对公司连那点忠诚度都没有，他就不该成为公司的主要管理人员。如果他们自己都不想要这只股票，我为什么还要买呢？"卡雷特反诘道，并补充说自己总是利用股东签署的委托书寻找内部人持股量较大的公司。

那似乎是公司能够保持长期增长的重要原则，我补充说。但是过了这么多年，商业原则肯定已经发生一些变化。他对此怎么看呢？

"不，商业原则就是原则，偏离这些原则是很危险的。有些人足够精明，可以做到这一点，例如快进快出，但这样的人很少。我看过一个研究证券交易保证金账户平均寿命的报告。这些账户的平均寿命只有两三年。曾有一位客户坚持了 13 年才输光所有的钱，而他的起步资金是几百万美元"。

关于投资原则，卡雷特有 12 条格言：①

1. 持有 10 只以上的股票，而且这些股票必须能覆盖 5 个不同行业。
2. 每 6 个月对所持有的每种证券至少做一次重估。
3. 必须保证占总资产一半以上的证券出现盈利。
4. 在分析任何股票时都要将收益作为最后才考虑的因素。
5. 处理亏损的头寸果断，但有盈利的头寸不要急于平仓。
6. 不要把多于 25% 的资金投入到你还了解得不够详细的证券上。
7. 像躲避瘟疫一样躲避"内部信息"。
8. 寻找事实，而不是别人的意见。
9. 做证券估价时不要过分依赖那些呆板的公式。
10. 当股市高位运行、利率上涨、经济繁荣时，至少应把一半资金投在短期债券上。

---

① 摘自《投机的艺术》(*The Art of Speculation*)（纽约：《巴伦周刊》杂志修订版。1930 年；佛蒙特州伯灵顿市：弗雷泽出版公司 (Fraser Publishing Company)，1979 年)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11. 尽量少借钱或只在股市低迷、利率很低或正在下跌、经济不景气时借钱。

12. 要用适当比例的资金购买前景十分乐观的公司的长期股票看涨期权。

了解管理层

他总是亲自去了解管理层吗？“我希望如此。但一天只有那么多小时，一年又只有那么多天。我的股票太多了，根本无法逐一了解这些公司管理层或股东。我要说的是，年报中董事长致股东的信中总是过分乐观，这让我感到非常失望。如果上市公司的董事长在信中能稍微悲观一点，这对我而言是一个好兆头。我很赞同一家公司首席执行官的观点，他曾对我说他宁愿从下属那里听到坏消息，而不是好消息。好消息并不那么重要。‘如果我能早点知道坏消息，’他说，‘那么就能及早采取补救措施。’诺曼 · 文森特 · 皮尔（Norman Vincent Peale）[①]曾遇到一个人说他总是被一个又一个的问题所困扰。皮尔回答说他刚从一个地方来，那里的 60 000 人没有任何问题。那人听了非常兴奋：‘我想去那里！’‘我想你不会去，’皮尔回答道，‘它是伍德劳恩墓地。’”

作为投资者的医生

“我有一位朋友，他是优秀的医生，但是在做投资时他总是改变主意。一次他对我说，‘股市就是地狱。以后我绝不会再买股票了。’他决定用这部分资金购买西切斯特的房产，然后就靠租金收回投资。我就问他如果半夜被电话叫醒说水管冻住了，他会怎样做。听了这话后，他放弃了购买房产的打算，于是他跑到了美林证券公司。当他看到巨大的大厅内都是些年轻人在工作，就又回来对我说：‘我不能把钱交给那些毛头小子们。你愿意帮我理财

① 美国著名的传教士兼作家，著有《正面思考的力量》。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗？’我告诉他我不愿意。‘大夫，’我说，‘你主意变得太快了。’医生通常都是很差的投资者”。

我问他原因是什么。“在与病人打交道时，医生必须尽可能地少犯错误。他不能只有 2/3 的时间是正确的。如果正确率只有那么高，他就应该被赶出医生这一行。但在做投资时，有 2/3 的时间正确再正常不过了。因此当医生们开始投资并发现事情真相时，他们会变得焦虑不安”。当卡雷特的股票下跌时，他安之若素。

“比大多数人更独特”

卡雷特观看了近年来发生的所有日食——共 11 次。为了看日食，走多远路程他都不在乎，甚至有一次是在亚马逊河上看的日食。不过，除了这几次耗时不多的消遣外，他承认没有其他户外活动的兴趣或爱好。

“每个人都是独特的，”卡雷特接着说，“我想我比大多数人更独特。”

为人坦率正直的卡雷特总是毫不犹豫地表达自己的意见并身体力行，而且大多数时候他都坚持己见，百折不挠。有些人不太习惯他这种直来直去的、典型新英格兰人的脾气；其他人则对此大加赞扬。一个朋友将他描绘成一个内心平静的人：性格坚强，内心没有任何的疑虑或不安。

卡雷特出生在马萨诸塞州位于波士顿以北 10 英里的林恩市（Lynn）。他们一家先搬到了韦尔斯利（Wellesley），接着又搬到了列克星敦（Lexington）——他在列克星敦上的中学，后来又搬到了剑桥（Cambridge）。在 1914~1917 年的 4 年中，卡雷特在哈佛学院[①]完成了本科课程（1917 届毕业生）并修了一年商学院的课程。当时正值一战期间，他加入了美国陆军通信军团航空部。他在 9 月份完成了在海外的训练，准备参加 1918 年法国的圣米耶勒（St.-Mihiel）战役，但却得到一个从事空运工作的机会。当他决定做一个“活着的懦夫而不是战死的英雄”时，就接受了这份工作。空运工作也并非没有危

① 哈佛学院为那些攻读学士学位的大学生提供四年的文科课程。该学院只是哈佛大学的一部分，哈佛大学还包括 10 所研究生院和专业学院。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险：他所在小组共 13 人，其中一个人在他们的飞机失事时遇难了。

1919 年退伍以后，他在波士顿的一家小公司工作；现在这家公司早就倒闭了。开始时他周薪为 15 美元，5 个月后就涨到 20 美元。由于感到公司太小，难有大的作为，他辞职了。随后，他决定周游美国，并在 1920 年 11 月在西雅图找到一份债券销售的工作，正是在那里他遇到了他的妻子伊丽莎白 · 奥斯古德。伊丽莎白 · 奥斯古德曾在纽约从事社会工作，但是与卡雷特一样有旅游癖的她也来到了西雅图，并在这里继续从事社会工作。

完美的家庭

伊丽莎白在几年前已经去世；在丈夫看来，她是一位完美的妻子。“我过去常告诉她说她已经 99.99% 的完美了，但实际上我认为她是 100% 的完美的”，他说。毕业于韦尔斯利女子学院的伊丽莎白是她们那一届校友会的主席。她还积极参加斯卡斯代尔[①]的教堂举行的活动。当他们的女儿 8 岁时，她在学校里被问到她长大后希望成为什么样的人。“一个平和的人，像我妈妈那样”，她回答道。她既忠实又孝顺，卡雷特说。

他们一起回到了波士顿，卡雷特又回到他以前的公司做销售工作。不过在四五个月后他再次辞职了，因为他不喜欢销售。接着，他加入了《巴伦周刊》杂志社。他实际上有两份工作：《巴伦周刊》的特约撰稿人和波士顿新闻局的记者——这两家公司都归著名的克拉伦斯 · W · 巴伦（Clarence W. Barron）所有。他一直这样工作到 1927 年他决定去纽约“开创自己的事业”为止。他进入了布莱思合伙公司，并与伊丽莎白在斯卡斯代尔租了一套房子。不久，他们买下了这座房子并在那儿一直住了 49 年。1975 年，由于家里的人口太多了，他们就搬进了斯卡斯代尔的一个合作公寓。

卡雷特夫妇有两个儿子和一个女儿。一个儿子有三个孩子，另一个有两个孩子。两个儿子都在父亲的公司工作，直到最近他们每人拥有公司 1/4 的

① 斯卡斯代尔是美国纽约东南部的一座城市，为纽约市的居住郊区。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股份，而卡雷特拥有1/2的股份。他们的一个孙女也在公司做分析师。他们的女儿嫁给了一位医生，有7个孩子。她先是住在斯卡斯代尔离她父母不远的地方，现在住在纽约的庞林（Pawling）。

在查尔斯·布莱思（Charles Blyth）与迪恩·威特（Dean Witter）散伙后，布莱思成立了自己的公司，并从《巴伦周刊》杂志社聘来了卡雷特作为公司的经济学家。布莱思与几家外国银行一起组成了一家早期的投资信托公司，即美国、不列颠及欧洲大陆投资公司（American, British & Continental Investment Company）。卡雷特负责管理基金的日常业务并列席董事会会议。一些德国人对美国市场感到担心并怀疑美国钢铁公司是否能够如期按数分红。布莱思公司的合伙人向这些德国人做了保证。当然，当这家公司的股票与美国股市其他股票同时出现大崩溃时，最终，美国钢铁公司股票的分红取消了。卡雷特讲这个故事时又带着他常有的微笑。

自立门户

1932年大萧条期间，布莱思辞退了卡雷特。因此卡雷特挂起了自己的招牌——这是他所经历的最幸运的事，他现在想……尽管当时他并不想这样。起步时，他有两个合伙人：一个是他以前在布莱思的助手，一个是推销员。和所有在大萧条期间起步的公司一样，他们花钱极为节俭——现在想来节俭得有些过分了——在公司开始经营的头10年。但他们干得不错，并且个人和公司都挣了钱。他的推销员合伙人原来带来了一位客户，但正如卡雷特所说，“我们其他人几乎都是上门推销”。卡雷特得到一份阿莫拉达（Amerada）公司的股东名单；他认为这家公司是最好的石油公司。他推断阿莫拉达公司的股东都是有良好的判断力的人物，能够理解他所说的一切。他从字母a开始，按照字母表顺序过滤名单，并拜访那些距他位于百老汇大街120号的办公室只有几个街区的股东。很快他就锁定了一位姓名以字母b开头的股东，并与他开始建立起一种深厚的友谊。这位股东成了卡雷特公司的客户，而且他们的友谊关系保持了许多年。一次催收坏账时，“B”先生收到一些印有列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

车时刻表的字迹模糊的股票，这些股票都是在柜台市场交易的股票。这只股票在粉红单（pink sheets）[①] 的报价为：买出价 5 美元，买入价 10 美元。查阅了有关这只股票的资料后，卡雷特确信 10 美元的价格是很便宜的，便吃下了这个价位的全部卖单。不久，似乎有美国证券交易委员会（SEC）的人在调查他买这只股票的动机。“你了解这家公司的管理层吗？”SEC 的人问道。卡雷特说不了解，并反问道：“你为什么问这个？”这个 SEC 的人说他办公室保存着所有股票的图表，他注意到这只股票的股价从 5 美元一下跳到 10 美元，于是就决定调查一下。“这并未改变我对官僚主义机构尤其是 SEC 的看法”，卡雷特说。

1938 年，他注意到一家叫达柯塔（Dakota）电力的小型公用事业公司有一批票面利率为 6% 的债券发行在外，来年将到期。一天，卡雷特以 89 美元的价格购买了这支债券并随后以 93 美元价格卖给他的一个顾客，赚了不少。他不久接到一个地区性证券商的电话，后者也发现了同样的便宜货。“你刚才买达柯塔电力公司的债券了吗？”这位交易商问。卡雷特承认确有其事。“你还留着吗？”“没有，已经卖掉了。”卡雷特说，“多少钱卖的？”卡雷特回答：“这不关你的事，但我可以告诉你是 93 美元。”“这价格对于一只 6 个月内到期、利率为 6% 的债券来说实在太便宜了。”那位交易商愤愤不平。

赚钱头脑

卡雷特为他所说的优秀投资者的心理状态起了个名字：赚钱头脑。为说明这点，他讲了个故事。“几年前，纽约正经历着一场周期性的旱灾。餐馆不再为客人提供免费茶水”。当时有一天，卡雷特记起昆斯区有个地区是根据住房面积而不是用水量收缴水费的。他意识到纽约市最终会为这一地区的住户安装自来水表，以区别对待那些用水量大的住户和那些用水量少的住户。他对此加以研究，发现最可能成为这一地区水表提供商的公司是海王星

① 粉红单是一个由美国全国报价局提供的、针对那些没有在纳斯达克交易的柜台市场股票的每日报价系统。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仪表（Neptune Meter）。他查阅这个公司的相关资料并发现一位身兼美国信孚银行（Bankers Trust）高职的董事持有 2 000 股公司股票——这是一个积极的信号。公司各项指标也都不错。因此卡雷特为其客户买入了这只股票，数年后获利颇丰。

他说："赚钱头脑是一种怪癖，就像数学头脑。"说到数学头脑，他谈起了他的一位朋友。他的这位朋友在教堂不能专心听布道，而是老走神去盘算那挂在墙上的赞美诗中的数字。他禁不住会用这些数字做算术游戏，并最终不得不请求牧师把它们取下来，然后他才能专心听布道。

我记得 G · H · 哈代[①] 的书中讲到了印度数学奇才斯里内瓦萨 · 拉马努金（Srinivasa Ramanujan）的故事。哈代去医院看望拉马努金，并提到自己来的时候搭乘了一辆号码为 1729 的计程车。一个无趣的数字，哈代评论道。拉马努金马上抗议说："不，哈代，这是一个非常有趣的数字！它是可以用两种不同方法表示为两个数立方之和的最小的正整数。"[②] 外行很难理解这种卓越的数学（或投资）头脑。

聪明的投资

1939 年，原糖的价格还不到每磅 1 美分。后来战争爆发了。卡雷特知道战时糖价都会上涨。他注意到一家已发行 2 万股股票的古巴糖业公司，其中有 1.3 万股被加拿大皇家银行所控制。在重组过程中，该公司发行了各种类型的证券：抵押票据、债券、优先股等，最后是普通股。当糖价上涨时，普通股股价迅速飙升。他以 1.75 美元的价格买了一些该公司的股票，当股价涨到 7~8 美元时再次大量买进。在 60 美元时他卖了大部分，剩下的一些全部以 200 美元的价格卖掉了。

他有一次注意到赫斯特（Hearst）公司正在该公司的报纸上以每股 25 美元价格发行利率为 7% 的优先股。优先股只有在连续 4 个季度分红后才具有

① 哈代（G.H.Hardy）（1877~1947），英国数学家。——译者注

② $1729=12^3+1^3$ 和 10^3+9^3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投票权。而这家公司为了保证普通股的投票权，多年来都是一年只发一次股息。卡雷特为先锋基金买了一些赫斯特的优先股。许多为基金做评估的交易商出席了先锋基金公司的股东大会。召开股东大会的前一天晚上，为了找出基金投资组合中的问题头寸，这些交易商工作到很晚。为了应付评估，卡雷特给赫斯特的财务主管打了电话。该公司刚卖掉它下属的一份报纸，于是卡雷特告诉这位财务主管应该每年卖一份报纸。那位财务主管说这样公司就只能支撑 14 年。这对优先股股东而言没什么不好的，卡雷特回答。不过，为了避免出现尴尬，他还是卖掉了股票。在下一次的股东大会上，一位交易商问他："你是如何处理赫斯特公司的优先股的？""我把它卖了"，卡雷特回答说。这位交易商似乎有些失望。一年后，这只优先股非常抢手，从卡雷特售出到现在，价格已经翻了一番。如果不是那些交易商的纠缠，卡雷特可能会一直持有直到价格合适再抛掉。

"在投资时，我一般会用一定的资金去赌垃圾证券。"他说，"我买概念股一般都会亏损。这种股票难有作为。不过，我刚对一只概念股产生兴趣：流体系统（Flow Systems）。这家公司利用水枪切割固体……钢铁或厚纸板。这是一只冷门股，因为其价格没涨多少。"

看着他那张堆着三四英寸厚年报、信函和各种文件的桌子，我说，这肯定能给人以工作勤奋的印象。

"我记得这张桌子似乎曾经干净过。"卡雷特说，"我在布莱思公司工作时所在的部门被称为经济研究部。当他们解雇我时，这个部门也被取消了。他们不再需要这张桌子，因此我花 1 美元买下了它。这张桌子我已经用了 60 年，到现在还完好无损。"

卡雷特认为下一次崩溃将不宜而至。

"我正在抛售股票，买进债券。"他说，"通用电气的债券、IBM 公司的债券，诸如此类。不过，我仍然持有许多股票：水务公司以及类似的股票。只有那些稳健型（债务较轻）、财务状况良好的公司才能帮你渡过难关。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

乔治·索罗斯：世界级的投机大师

The New Money Masters

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在所有证券组合投资管理者中，以年平均收益率计，乔治 · 索罗斯可能保持着最辉煌的长期纪录：19 年 34% 的年复合增长率。就像斯坦哈特一样，他大量利用杠杆进行投资；因此其承担的风险和获得的收益与那些保守型的基金经理不可同日而语。如果在 1969 年量子基金起步时就投入 1 万美元，那么 1988 年这笔投资将变成 280 多万美元。他的量子基金注册地在库拉索（Curaçao），现在管理着约 20 亿美元的资金。据外界分析，他大约拥有量子基金 25% 的股份，所以说他相当富有。索罗斯和所有伟大的投资家一样，也是白手起家的。不过，与投资表现仅次于他的沃伦 · 巴菲特（他控股的保险公司伯克希尔—哈撒韦公司在投资时也曾大量利用杠杆，并获益匪浅）不同的是，他曾经遭受过挫折。例如，1981 年，量子基金管理的股份总额减少了 23%。量子基金的许多投资者都是些反复无常的欧洲逐利者，由于对索罗斯丧失信心，他们中有些人撤资了——足以使量子基金资产净值[①] 减少一半。不过，第二年，即 1982 年，是索罗斯吉星高照的一年，量子基金资产净值增长了 57%，而且到 1983 年年底量子基金的资产净值超过了以往任何一年。1987 年厄运又至，量子基金遭受了一次可怕的打击，几天之内损失了 8.4 亿美元，基金资产净值减少了 28%。尽管如此，当年基金的年收益率还是达到了 14%。

① 量子基金资产净值指量子基金资产总值（所持有现金和各项头寸的总价值）扣减负债后的余额。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987年大崩溃的前几周，索罗斯在接受采访时说，日本股市泡沫太多，他已经做空了日本股票。但是10月17日华尔街却率先灾难性地崩溃了。大崩溃两天后，据报道索罗斯已经买进了超过10亿美元的指数期货，从而使他在美国权益上的敞口头寸翻了一番。在短暂反弹之后，华尔街股市又开始下跌，这时索罗斯有些恐惧了，不得不承认失败。但是当其经纪人希尔森倾售量子基金持有的标准普尔指数期货合约时，那些交易商就像秃鹫一样贪得无厌：当价格已经从230美元降到200美元——低于标的股票价值20%时——仍未见有任何买盘出现。在索罗斯的大量仓单平仓后，标准普尔指数期货很快就反弹了，一直涨到244.50美元。索罗斯不得不在现货市场上大量抛售股票。

股东们的退缩是可以理解的。索罗斯的方法对大多数投资者而言是极难理解的，更不要说应用了。其方法依赖于娴熟的交易技巧，以及每日坚持不懈的全神贯注。如果市场走势和预测一致，一种典型的索罗斯式策略将获得丰厚的利润，例如利用保证金同时做多日元并做空英镑；但如果走势正好和预测的相反，那么其结果也将是灾难性的。

另外，索罗斯希望能利用余生为人类做些有意义的事情，这也是所有精明的基金经理——实际上是所有人，最终能够达到的一种思想境界。许多有钱人收集艺术品并将这些艺术品送人，或者捐赠给博物馆或慈善机构，或者进入公共服务机构，结交名流显贵。索罗斯则创建了一些私人基金会并亲自管理……正如我们后面将要看到的，这些基金会的确非常有意思。

他和他聪明漂亮的第二任妻子住在曼哈顿上东区，在南安普敦[①]还有一套豪华的滨海别墅；另外，他们在华盛顿、康涅狄格和伦敦各有一处住所。他去过很多地方，喜欢打网球，而且还是一个滑雪高手。

也有个人投资者采用和索罗斯一样的方法——同时在不同的市场上投机，大量利用杠杆。我知道的就有这么一位：他是一位意大利的工业金融

① 美国纽约市东南部的一个村庄，位于长岛的东南沿海地区，是避暑胜地。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家，住在瑞士洛桑。几年前他预感到金价将要上涨，于是用他的相当一大部分资产加上银行贷款购买了黄金。他一共买了几吨黄金。当他将这些黄金抛出时，其回报是相当惊人的……而且是免税的。他当时毫不犹豫地将他的做法告诉给了几个熟人，但是没人效仿他。这些天才中的另一例子是一个埃及人：他一直拿着数亿美元的资金在期权市场上炒来炒去，并且时不时地将上千万美元的收益装进自己的腰包。不过，只有他的经纪人才知道他的投资方向。亨特兄弟也是一个例子，但是当他们的财富达到巅峰时，他们高兴得过了头，竟然伙同沙特阿拉伯皇室将 10 亿美元投入到白银市场，以图操纵世界白银价格，结果导致身败名裂。富贵如过眼烟云，亨特兄弟最终也没能逃过这一劫。

以上例子中的玩法一般的投资者是无法效仿的。这些环球大投资家都比或曾经比索罗斯富有，但索罗斯却是唯一一个允许一般投资者搭乘他的“过山车”的投资家。那些在量子基金成立早期就大胆加入的投资者确实得到了丰厚的回报。

不过，正如前面所说的，索罗斯所采用的方法不允许分心但实际上已经分心了。因此他的投资者时不时想打退堂鼓就不难理解了。而且实际上，索罗斯本人似乎也颇踌躇：他一直有助手帮他管理，比如吉姆 · 罗杰斯和维克托 · 尼德尔霍夫（Victor Niederhoffer），并于 1981 年起开始寻找一位固定的副手，以便将量子基金的部分资产交给他管理。后来他雇到了这些管理人员，并按照对冲基金的通常做法把他们安排在他自己的办公室。

乔治 · 索罗斯身材宽阔而结实，眉毛微卷、下巴略尖，嘴唇稍薄。一头硬发修剪得整整齐齐，嗓音低沉而嘶哑，带有匈牙利口音（他还会说法语和德语）。他受过良好的正规教育。他的父亲曾在一战中被俄国人俘虏，因而亲身经历了俄国的十月革命，并随后逃了出来。当乔治还是个孩子时，他就在二战中学会了逃生：作为在德国占领下的匈牙利的犹太人，他们全家经常四处躲避，借住在朋友家里。战争结束两年后，乔治移居到了英国，那时他 17 岁。从伦敦经济学院毕业后，他进入辛格—弗里德兰德合伙公司（Singer & Friedlander）做了一名国际股票套利交易员。他从事“内部套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利”，即计算带有认股权证的股票或债券的相对价值，然后将它们拆开来卖。

索罗斯1956年来到美国，在F. M. 迈耶合伙公司（F.M.Mayer & Co.）和沃特海姆公司（Wertheim）工作，和他的第一任妻子安娜莉丝（Annalise）住在格林尼治村[①]的一个小公寓里；安娜莉丝是德国人，爱好音乐。他的工作是销售欧洲证券，但是利率平衡税的实施使美国投资者对外国证券的购买戛然而止。他花了3年时间写一本哲学方面的书，但最后放弃了，这本书的一些思想包括在了其新作《金融炼金术》（*The Alchemy of Finance*）[②]中。1963年，他进入阿霍尔德－布雷希洛德合伙公司做证券分析师。这家公司成立一个名为“双鹰”的离岸基金，并于1969年交给索罗斯来管理。那年他在一份研究备忘录中描绘了一种新的投资工具——房地产投资信托（REIT）——的诱人前景。他准确地预言了REIT市场将经历一个繁荣、过度发展并最终崩溃的过程。他买了些REIT，并于1974年REIT市场过热时全部卖掉了，赚了一笔很可观的利润。1971年他用基金1/4的资金投资购买了日本证券。

1969年，已经39岁的索罗斯决定成立自己的公司，并和吉姆·罗杰斯合作共同创立了量子基金——可能是历史上最成功的大型基金。由于量子基金没有在美国证券交易委员会登记，不能在美国出售，因此其股东都是些外国人，主要是欧洲人。量子基金大量利用杠杆从事商品、外汇、股票和债券的跨国投机交易。索罗斯透露量子基金的资本主要投在股票上，而对商品和外汇的投机主要是利用期货和杠杆。量子基金做空了诸如迪士尼、宝丽来（Polaroid）和特劳碧卡纳（Tropicana）之类的机构股，因此在1973年和1974年都赚了钱，而那两年对大多数投资者而言是痛苦的回忆。他又以120

① 格林尼治村也叫西村，位于纽约华盛顿广场西边。其闹市区主要在第6大道、第7大道、哈得孙（Hudson）街和布利克（Bleeker）街。格林尼治村是巴黎左岸的美国翻版，是美国反主流文化的大本营。从19世纪末以来，这里聚集了大量艺术家、激进分子和理想主义者，他们大都行为乖张，与世俗格格不入。——译者注

② 《金融炼金术》：纽约，西蒙和舒斯特出版集团，1987年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的价位做空了雅芳——这只股票是典型的“一次决策”性股票[①]——漂亮的一仗。

正是由于索罗斯，量子基金率先发现了国防工业股的投资价值。此外，量子基金对高科技股的投资也走在了别人的前面——1979年量子基金持有M/A Com8%的股份，1980年持有博尔特－贝拉尼克－纽曼公司（Bolt Beranek & Newman）23%的股份；还分别持有化学核能企业（Chem Nuclear Enterprises）和规划研究公司（Planning Research）5.3%和3.4%的股份。

知情者认为量子基金早期的成功是和罗杰斯分不开的；他当时持有索罗斯管理公司20%的股份。索罗斯制定大的和总的投资策略，并负责交易；而罗杰斯则负责股票分析，并在选择投资国家方面做了很多工作。

在1979年美国证券交易委员会指控索罗斯操纵计算机科学公司（Computer Sciences）股票价格后，他在同意判决书（Consent Decree）上签了字；1986年，他又被控越限交易并在同意判决书上签了字。其实这两次违规并不值得大惊小怪：进行如此复杂的操作而不违反任何管制几乎是不可能的。

1987年，索罗斯着手为其办公室引进一套新的管理团队。他安排一人和他一起做宏观经济分析，其他人则分为四个小组，其中有两个小组分别从事风险套汇和期权套利，另两个小组则分别专注于在美国和欧洲进行投资。他还计划再成立一个小组，专门负责在日本进行投资。另外，量子基金还有一个负责做空的团队：一个内部经理，其他几人则是半独立的。索罗斯的每位副手都有自己独立的“账簿”（他称之为“迷你账户”）；如果索罗斯本人也看好一笔交易，那么他会扩大交易的规模。他说他的任务是，在进行每笔交易时，将其助手带到起跑线上或“扣动扳机”，而他自己则作为教练，站在线后，观察比赛规则的变化。[②]

我对索罗斯有一种与众不同的感觉，因为我的第一位雇主伊姆里·德·维格（Imrie de Vegh，其实也是唯一的雇主，如果不算军队的话）也是一位在伦敦受过教育的匈牙利裔经济学家；他转行做了投资，并成了投资大师。匈

① 指投资者可以买入并长期持有的股票。——译者注

② 1988年和1989年上半年，索罗斯基金都没跑赢道琼斯指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牙利人是一个坚强、自信的民族，曾抵御过来自不同方向的侵略者。他们的语言马扎尔语[①]是任何外人都不能理解的。他们以陌生人的眼光来探索世界，不带任何错觉地思考生活。和索罗斯一样，伊姆里·德·维格的经济学头脑也令他在其他许多方面游刃有余；除了管理一个投资公司，他还和瓦西里·列昂惕夫（Wassily Leontief）教授合作，为大型企业、行业和政府提供宏观投入产出分析；而后者是诺贝尔经济学奖得主，投入－产出经济学之父，曾经做过索罗斯基金会理事会的理事。不管怎样，索罗斯也不想做一个"偏才"，他还要"全面出击"，例如，他曾写了一本书（使他懊恼的是，几乎没人理解他这本著作，即便是评论家）并创立他个人的基金会。实际上，他对别的慈善活动不感兴趣，也没参加任何俱乐部或协会。

我曾向索罗斯提到，德·维格（其实他不适合做一个领导者）曾雄心壮志地想办一所学校，但最终失败了。"我也想试试，"索罗斯说，"那也不是我的长项。不过，和年轻人打交道是件有趣的事。"

实时实验

索罗斯的著作《金融炼金术》描述了他从 1985 年 8 月 18 日~1986 年 11 月 7 日的交易活动。

正如我们接下来将要看到的那样，索罗斯在命名时喜欢用稀奇古怪的词语：他称他在这段时间内所做的交易为"实时实验"。这段日记是索罗斯最成功的一个时期，在此期间量子基金每股资产净值[②]翻了一番。

这段交易日记是从 1985 年 8 月开始记录的。它使人记起 1984 年里根总统连任竞选成功后——随后里根政府实施了减税政策并增加了国防开支——美元和美国股市竞相一路走高的繁荣景象。外国投资者喜欢眼前所看

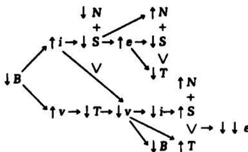
① 马扎尔人是匈牙利的主要民族。——译者注

② 此处所指的每股净值就是每股净资产，等于权益与股份总额之比，其中权益＝资产－负债（会计恒等式）。量子基金的权益指基金股东投入的资本，资产为量子基金所持有的各项头寸和现金的总价值。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的一切：美国已经下定决心和苏联对抗，而且美国经济正在高速扩张并对外来投资持欢迎态度。在外界看来，美国的情况确实是独一无二的：世界上其他国家要么正受到苏联的威胁，要么由于内部原因而使投资者望而却步。因此，当时自信的美国吸引了全世界的过剩资本；这些资本要么光明正大地直接进入美国，要么绕道瑞士、卢森堡或拿骚[①]等地。

在里根执政的早期阶段，大量外资的涌入使美元和资本市场一路上扬，刺激美国经济出现新一轮扩张，而这反过来又使更多的资金蜂拥而至，推动美元节节走高。索罗斯将这种现象称为"里根大循环"。（参看图2，他利用该图简明生动地解释了这种效应的作用过程。）通常用"泡沫"一词来形容这种经济状况；其能够维持的最迟界限是当债务成本超过我们赚钱的能力的时候。从本质看，泡沫的破灭是必然的——最迟是当偿债压力超过我们重新借债和赚钱的能力，即我们无法如期偿还债务时崩溃。不过，诸多因素都可能令泡



e　名义汇率（购买一单位本币所需要的外币数量，↑ e= 本币升值）

i　名义利率

p　国内相对于国外的价格水平（↑ p= 国内价格水平的上升速度大于国外价格水平的上升速度，反之亦反是）

v　经济活动水平

N	非投机资本	↑ = 资本流出增加
S	投机资本	↓ = 资本流入增加
T	贸易平衡	↑ = 盈余
B	政府预算平衡	↓ = 赤字

图2 大循环

① 拿骚，巴哈马首都，国际金融中心之一。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沫提前破灭。泡沫的破灭是瞬间完成的，届时美元将大幅下挫，大量投机资本外逃。这反过来又将导致经济衰退，从而造成一种螺旋式向下的局面。

以上就是1985年8月18日索罗斯开始写这段交易日记时的大背景。量子基金的资产净值为6.47亿美元。有些读者也许会记得当时投资者担心货币供给的增加会导致股市过度繁荣——同时利率水平升高——并随后崩溃；最终经济恐怕会出现一场“硬着陆”。受益于股市的繁荣，周期性股票将走强，而那些经营效益与利率水平负相关的股票将出现低迷。

在日记里，索罗斯宣称他根本不相信这种常识性推断。他认为“大循环”已经开始摇摇欲坠，因而他预期美元将走软，利率将上升，而这将导致经济出现衰退。因此他没有购买那些将在持续的繁荣中受益的周期性股票，转而购买了有可能被收购的公司的股票，以及财产保险公司的股票。这使他大获成功，这一年也是量子基金业绩最佳的年份之一。至于货币，索罗斯一直持弱美元的观点，并买进了德国马克和日元。另外，他还认为石油输出国组织将解体，因此做空了石油。

当时基金持有的敞口头寸如量子基金表（表1）第一列（1985年8月16日）所示。

表1　量子基金（单位：100万美元）

(1985)							
日期	8月16日	9月6日	9月27日	10月18日	11月8日	11月22日	12月6日
美元*	−73	−182	−289	−433	−592	−567	569
马克	+467	+491	+550	+680	+654	+668	+729
日元	+244	308	+458	+546	+806	+827	+826
英镑	+9	+10	−44	−72	−86	−87	−119
其他	+50	+45	+16	+34	+42	+40	+33
其他持仓							
美国股票与指数期货	+604	+588	+445	+253	+442	+707	+1 020
外国股票	+183	+163	+142	+152	+206	+251	+271
美国债券	−113	0	−77	0	+580	+1074	+751
日本债券						+354	+300
石油	−121	−145	−176	−37	−187	−214	−150
基金资产净值	647	627	675	721	782	841	867
股份价格（$）	4 379	4 238	4 561	4 868	5 267	5 669	5 841

* 美元空头头寸表示的是基金在美元以外货币上的敞口超出基金资本的金额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表 1　量子基金（单位：100 万美元）

(1986)											
日期	1 月 10 日	2 月 21 日	3 月 26 日	4 月 4 日	4 月 8 日	5 月 20 日	7 月 21 日	8 月 8 日	9 月 12 日	10 月 31 日	11 月 7 日
美元*	–1	+39	+81	+63	+153	+744	+159	+1192	+221	+1141	+1076
马克	+609	+783	+1108	+1094	+816	+485	+795	+164	+905	+1280	+1334
日元	+612	+726	+492	+474	+504	+159	+549	+141	+335	–955	–956
英镑	–278	–343	–389	–380	+177	–21	–25	–25	+3	+3	+7
其他	+21	+81	+63	+50	+57	+148	+202	177	+221	+201	+201
其他持仓											
美国股票与指数期货	+1663	+787	+1226	+432	+1062	+380	+53	+955	+1122	+589	+407
外国股票	+318	+426	+536	+499	+578	+573	+604	+563	+629	+460	+436
美国债券	+958	+215	+326	+652	+656	+313	–541	– 503		+1073	+427
日本债券	+259						+1334	+2385	+2348	+1232	+983
石油	–224	–55	–28	– 29	–12	–75	–43	+85	+97	–127	+28
基金资产净值	942	1205	1292	1251	1290	1367	1478	1472	1484	1469	1461
股份价格（$）	6350	8122	8703	8421	8684	9202	9885	9628	9610	9296	9320

* 美元空头头寸表示基金在美元以外货币上的敞口超出基金资本的金额。

三周后，1985 年 9 月 6 日，这些头寸都没有多少收益。马克和日元双双下跌，而索罗斯做多这两种货币已达 7 亿美元——超过了量子基金的资产净值——所以他亏了钱。到 9 月 6 日，他持有的德国马克和日元的多头头寸已经接近 8 亿美元，几乎超出基金资产净值 2 亿美元。

投机日元

接着，一个星期天，美国财政部召集了五个国家的财政部长和央行官员，在纽约广场饭店召开了所谓的“广场会议”。[①] 那天晚上，纽约还是星期日，而香港已是星期一的早上，索罗斯大量买进日元。日元大幅升值，他所持有的 4.58 亿美元的日元头寸总价值增加了 10%。

索罗斯在 9 月 28 日的日记中将“广场协定”描述成“有生以来的一次特赚……上周一周的利润足以弥补 4 年来在货币交易中的累计损失……”连续 4 年亏损是常人难以忍受的！这无疑可以从一个侧面说明从事货币交易的风险。如果读者看了 1985 年 9 月 6 日的日记，那么在量子基金表上他可以

① 20 世纪 80 年代初美国因财政赤字、贸易赤字、美元升值等问题一筹莫展。在美国政府的策划下，1985 年 9 月，美、日、英、法、德五国的财政部长和央行官员在纽约广场饭店召开了“广场会议”。会议达成协议，五国政府联合干预外汇市场，使美元对主要货币特别是日元有秩序地下调，以解决美国巨额的贸易赤字。这就是著名的“广场协定”（Plaza Accord）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到德国马克的敞口为4.91亿美元，日元的敞口为3.08亿美元，总计7.99亿美元，超过基金资产净值。到9月27日，德国马克对美元的汇率已经从2.92升到了2.68，升值幅度为9%，而日元则从242升至217，升值幅度为11.5%。这两项的利润以及后来追加的投资已经使基金在这两种货币上的总资产从7.99亿美元增加到了10亿美元。但是由于在股票市场和石油期货市场上的失利，量子基金每股资产净值仅上涨了7.6%。也就是说，基金在货币上所取得的8%~10%的回报率被其他方面的损失稀释了。

股票市场已经有所降温，而索罗斯认为这将加剧美元的疲弱势态：股市低迷将打击消费和投资。而且，股票价格的下跌降低了它们作为担保物的价值，将进一步使股市和经济降温。

对赌美元

到1985年11月的第一个星期，索罗斯对赌美元的规模达到了顶点：马克和日元的总头寸总计为14.6亿美元，几乎是基金资产净值的两倍。这意味着，当趋势延续时，索罗斯仍在不断追加筹码……也被称做“金字塔式加码”。在保证金交易中，“金字塔式加码”可以使投资者免受重大损失，因为当趋势反转时，用这种方法加码较之“均匀式加码”或“倒金字塔式加码”要安全得多。

“我之所以继续增加我的敞口头寸，是因为我确信趋势逆转的可能性已经不复存在。根据我的观察，在自由浮动汇率制度下，汇率走势的一个重要特征是，短期波动性一般在拐点处达到最大化，而一旦趋势形成，它就消失了”。——这位货币投机者的一个重要心得体会。

变化着的规则

索罗斯继续说，其他投机者并没有意识到浮动汇率制度下的这个新规则，而且事实上他本人之前也没有意识到，不然他就能更早地建立起他的全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部头寸，并在美元的下跌过程中赚得更多。他进一步指出，“当所有市场参与者已经调整到位时，这条游戏规则又将改变了。如果当局很好地把握了形势，那么货币投机的回报和风险将是对称的。最终，投机将无利可图，当局也达到了他们的目标，那时也是我停止投机交易的时候了”。

我提醒读者注意这段话。这是研究市场运动方向的正确方法。几乎所有投机“系统”都有一个致命弱点，那就是它们都是一堆简陋的公式，在用不完全的数据刻画一段极其特别的经验。如果这段经验与接下来将要发生的情况不同，或者原来用的数据就不正确，那么这个“系统”也将彻底失灵。

你总可以用一些公式或者说规则来“覆盖”过去发生的事件，但是在预测未来时这些公式毫无用途，因为相对于复杂的事实来说，这种总结是支离破碎、简陋不堪的。这些公式意味着你是在玩一个规则固定的游戏，但是理解市场的要旨是理解这些规则正在如何演化。

回到索罗斯的交易日记中来，1985 年 11 月的头一个星期，他指出国际锡理事会（International Tin Council）——一个卡特尔组织——的解体预示着石油输出国组织也将解体。他此时在石油市场上持有的空头头寸已经超过 1.8 亿美元，而且还在不断购进炼油公司的股票，其依据是，油价下跌将令以石油为原料的炼油公司受益。

11 月，索罗斯认定，旨在约束政府支出的格鲁姆—拉德曼修正案在国会获得通过以及有可能达成削减国防开支协议的里根—戈尔巴乔夫峰会的召开，都将刺激股市走强，因此他买入了股指期货。

此外，由于国内利率走高，日本债券市场崩溃了。索罗斯认为，由于五国集团已经达成协议共同刺激全球经济增长，因此日本央行将下调利率水平。而且，他认为购买长期债券的最好时机是当短期利率高于长期利率时……用术语讲，就是当债券市场的收益率曲线反转时。因此，他买入了 3 亿美元的日本债券期货。（1988 年 12 月，他指出美国市场上 10 年期债券和 30 年期债券利率的倒置①，可能只是由于年终调整造成的一种反常现象，而

① 即 30 年期债券利率低于 10 年期债券利率。正常情况下，债券市场的收益率曲线是正向的，即同一风险等级的债券，其利率应和到期期限成正比。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国债券市场的反向收益率曲线则可能是衰退的前兆。)

孤注一掷

现在，索罗斯持有约合15亿美元的日元和德国马克多头，8 700万美元的英镑空头；而量子基金资产净值为8.5亿美元，因此他押美元下跌的赌注超过量子基金资产净值约6亿美元。

同时，他还持有约10亿美元的股票和股指期货多头以及近15亿美元的债券多头，在石油市场做空的金额也超过2亿美元。

这些头寸无法加总在一起，但是，据粗略估计，在1985年11月索罗斯已经动用了40亿美元的资金在不同的市场上做多或做空，而量子基金的资产净值只有8亿美元，比例约为5 ：1。

12月8日，他说："我对事情发展趋势的信念前所未有地坚定，这一点可以由我所承担的敞口水平来证明。"确实如此！不过，他的这种信念与8月份的有所不同。当时，他认为"大循环"已处于最后一轮信用扩张时期；当信用扩张结束时，一切也都结束了。到11月份，他意识到了已经发生的事实，并修正了自己的观点：美国政府已经组织了一次国际行动来抑制美元下跌，因此美元的下跌空间会很小。而且，股市和债市的回暖有助于稳定美元，因为债券价格走强可以为美联储留下降息的空间。

"一生一次的牛市"

因此，索罗斯写道："我们可能就站在大牛市的边上。"许多公司被收购，市场中股票的供给量有所减少，没有被收购的公司则削减了经营成本，而且美元的贬值刺激了出口。考虑到以上因素，再加上国际经济政策的配合，他感到目前形势非常好，因此股票价格相对于其基础资产将再次出现高升水。不过，投资者尚不清楚美国政府如何削减预算赤字，或这个债务国将采取何种措施来刺激经济增长。但是为解决这些问题所做的尝试本身就已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足以重振股市信心了。

至于石油输出国组织，按照索罗斯的说法，大多数产油国都有一条反向的供给曲线：就是说，油价越低，他们生产的石油越多，以完成预定的收入目标，这导致油价连创新低。因此他在原油市场上继续持有空头头寸。

到 1986 年 1 月初，索罗斯的投资组合有了大的调整。基于牛市预期，他在美国股市和股指期货上的多头头寸增加了 6.43 亿美元，在国外股市的多头头寸也从 4 700 万美元增加到 3.18 亿美元，这样他在国内外股票市场和股指期货市场上的多头头寸总计达到了 20 亿美元。他还在美国债券市场上追加了 2.07 亿美元的多头。他减少了赌美元下跌的规模，抛掉了在其他货币上 5 亿多美元的敞口，以回补全部美元空头头寸；就是说，他以美元持有的净头头寸已将降到正好等于量子基金资产净值的水平。他还将量子基金在石油市场上持有的空头头寸增加到 2.24 亿美元。这才仅仅隔了一个月！

索罗斯相信牛市在达到疯狂的巅峰前一定能经受住各种考验，直到所有人都认为它是"无坚不摧"的为止，这也是股市将要崩溃的先兆；牛市股市早晚会崩溃，不过现在谈论崩溃为时尚早。

2 月份，他将股票头寸减少到了约 12 亿美元，但到 3 月 26 日，他认定自己对牛市的判断是正确的，而且油价的下跌将给股市以更强的支撑；因此，他重新入市，将其在国内外股票上的多头头寸增加到 18 亿美元。量子基金的资产净值也从 1 月初的 9.42 亿美元增加到了 13 亿美元。

到 4 月 4 日，他再次减少对股票的投资，卖出约 8.31 亿美元，但下周又买进了 7.09 亿美元——这可肥了那些经纪人！到 5 月 20 日，他又卖出 6.87 亿美元。这些操作大部分是在指数期货市场进行的。

股票概念

索罗斯所持有的股票头寸有 40% 是国内的股票，其余 2/3 为国外的股票；这些股票可以分为三类概念：芬兰市场、日本铁路和房地产股票、香港房地产股票。芬兰股市长期不为人所知而且股票价格普遍被低估，但有一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优质公司在这里上市。后两种概念其实是同一种想法的两个变种：过度的流动性促使日本和香港地价不断上涨。至于日本的铁路股，10年来这些股票一直没有多大动静，而且都被严重低估。不过，这些公司已经发现用借来的钱投资于商用房地产是有利可图的，因为借款利率远低于它们购买商用房地产并将其出租或转手所得到的回报率。所以可以说日本的铁路公司已经变成了利用高杠杆的炒房公司，但它们的股票却被打折贱卖。

“双轨”战略

到了7月，索罗斯遇到了两个互相矛盾的命题：第一，我们仍处在一个大牛市中；第二，石油价格的下跌最终有可能导致螺旋式通货紧缩，从而结束繁荣。

对读者来说，一个投机者按照两种相反的理论基础进行操作看起来有些不可思议，但事实上在涉及博弈的场合这种做法是明智的。在国与国之间的军事谈判中，这种方法被称为“双轨”战略：如果你不撤除部署的导弹，那么我将部署自己的导弹；如果你撤除了，那么我也将不再部署自己的导弹。而且，在事态明朗前，我将依据“我将部署导弹”的命题行事，但是我也不会否定另外一个对立的命题。①

我注意到，当存在向下和向上的两种压力时，股票市场一般不会精确地沿着平衡的中间路线前进，而是在两种状态之间摇摆。因此你不得不同时考虑这两种情形并准备好两种应对方案。例如，战争可能毁掉一个国家，这对股市当然是不利的。但另一方面，战争意味着过度支出，而过度支出会导致通货膨胀，因此在战时，投资者会逃离有可能贬值的货币转而增持其他资产，甚至包括股票。战争威胁通常会导致股市剧烈波动，先是大幅下跌，随后大幅上涨。前一种情况下股价一般被低估，而后一种情况下股价则可能被高估。为了应对这种情况，投资者应该警惕短期内两种市场运动都有发生的

---

① 对立命题是指“如果你撤除了，那么我也将不再部署自己的导弹”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能性，并采取相应措施。

不管怎么说，到 7 月末索罗斯再次转向了熊市的观点。他评论说，油价下跌对经济既有利的一面也有不利的一面。低油价抑制了美国的石油勘探并降低了与石油有关的支出，结果导致得克萨斯和其他产油州的经济遭受重创。再者，新出台的税收改革条例增加了房地产投资者的避税成本，削弱了商用房地产市场。农业一蹶不振，而国防开支也在逐渐减少。事实上，仍然强劲的消费是当前经济中唯一的亮点。

另外，美元的贬值使政府为刺激经济而降息的努力更加困难，因为要将流动性非常高的外国资金留在国内，高利率是十分必要的。

因此现在索罗斯看到了与其"一生一次的牛市"假说相反的情况。怎么办？他的回答非常有趣："一般来说，我不会放弃建立在仍然有效的前提之上的头寸；恰恰相反，我将在新命题的基础上建立额外的反向头寸。"如果一家基金有两个或两个以上的投资决策者时，也可能会出现这种情况——这些投资策略各异的投资经理有时碰巧会发现他们的操作方向是完全相反的。

他举了一个会让大多数投资者感到困惑的例子："如果我一开始建立了一个多头头寸，并随后卖空相同的数量，那么价格下跌 20%——尽管它对多头头寸和空头的影响是相同的——将使我在多头上的投资只剩下 80%。如果我适时地回补空头头寸，就能提前全身而退；不过即使我在回补空头头寸时受到损失，也要比在错误的时间卖掉多头头寸好。"

他指出实际操作要比例子复杂得多，因为他要同时在几个市场上交易。例如，他在 7 月中旬是如此操作的："7 月 14 日，星期一，我买了一些标准普尔指数期货，依据是如果考虑到技术性反作用因素，市场应该收高。道琼斯指数在上星期一（7 月 7 日）下跌了 63 点，而且看空的投机者会期望下星期一再有一次下跌，这样在指数走势图上将形成一个看跌的瀑布形态。那天股市确实收低，因此第二天我就改变了操作方向，而且当这周交易结束时，我所建立的空头头寸已经超过了多头头寸。我还做空了长期债券，并买进一些国债期货。然后，我进入日本债券期货市场，并将我在美国政府债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的空头头寸增加了一倍。我进行这一系列操作是基于这样一种想法：五国集团将采取一致的降息政策，不过由于美元贬值，美国债券市场的反应可能是负面的，而日本债券将上涨。”

我们中有多少人能算到这一步？

从摘录的索罗斯交易日记中，读者应该可以得到一个关于他的方法的基本印象。当然，《金融炼金术》一书能提供更多的信息。

最近的操作

1988 年他犯了一个代价高昂的错误——对抗美元，但在泰国股票市场上的投机取得了成功。

近年来，索罗斯已经积聚起了大量的个人财富，而且量子基金的资产净值也从 1 500 万美元增长到了 20 亿美元，他本人也变得更加传统——他在美国权益上的相当大一部分头寸都是道琼斯指数成分股中的蓝筹股。

基本上，他是在寻找那些股票市值低于其破产价值的公司。从这一点上看，他已经成了一位“价值”投资者。证券分析工作都是他的助手来做的，而他只考虑大的问题。他的基金成了沙伦（Sharon）钢铁公司——维克托 · 波斯纳（Victor Posner）“王国”的核心企业——债券的最大持有者。波斯纳是一个贪得无厌的“公司掠夺者”，他控制了一家又一家公司，并大摇大摆将公司财产装进自己和亲戚的腰包，然后等着迟早要来的诉讼。他最终在佛罗里达被判为有罪。沙伦钢铁公司破产了，而索罗斯正在尽力收回债券的本息。当他听说 T. 布恩 · 皮肯斯（T.Boone Pickens）可能会收购波音公司的消息后，就以 45 美元的价格购买了一些波音公司的股票——他以前曾在 52 美元的价位做空过该公司。索罗斯还持有许多较小的头寸，例如达纳柯尔（Danaker）和恩维洛迪纳（Envirodyne）。

作为一个指引，索罗斯的方法对其他的激进型短期投机者更有价值。不过，他的许多思想的确值得我们花些时间来理解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

社会与个人

蒙田（Montaigne）曾一针见血地指出了自己作为波尔多市市长和一名思想家之间的区别。市长应该以身作则并做出符合社会道德的判断；而思想家应该——实际上也必须——有自己的思想："你可以将脂粉涂在脸上，但不能在心上也涂脂抹粉。"与此相似，索罗斯一方面鼓吹货币管制并公开谴责"绿票讹诈者"（greenmailers）[①]，另一方面，当事态发展依然如故时，他也会参与货币投机和杠杆收购，因为这是游戏规则所允许的。

投资技巧

下面是索罗斯的部分投机原则：

1. 开始时先建立小的头寸。如果市场走势如预期的那样，那么可以建立一个更大的头寸。这和他的一个观点相对应，他认为，在浮动汇率时代，当趋势延续时，走势的短期波动一般较小。

2. 市场是不会说话的，不要奢望无所不知。"投资者是以有限的资金和智慧在操作：他们不必知道每一件事。只要他们对某方面的了解胜过其他人，他们就有优势"。例如，当索罗斯在沃特海姆公司做欧洲证券销售员时，他发现德国大银行持有的证券组合的价值已经超过了这些银行本身的市值，因此如果你购买了这些银行的股票，那么你实际上不花任何代价就可以分享这些利润。这是投资者判断是否可以行动所需要的全部知识。他行动了，买了大量德国大银行的股票。这个论点非常重要，因为详细的信息是很难得到的。出于同样的原因，索罗斯发现投资于高科技股是困难的，因为这需要较

---

① "绿票讹诈"（greenmail）是一种反收购策略，这个术语最早出现在20世纪80年代的美国。当时，公司并购成风，一些成为收购对象的公司通常以比收购方的出价更高的价格回购本公司股票，以迫使收购者放弃手中的股票，使公司免于被收购。这种策略被称为"绿票讹诈"。"绿票讹诈者"指那些迫使目标公司采取"绿票讹诈"策略并从中渔利的人。这种人的一般做法是先买下目标公司大部分股票并威胁要收购该公司，从而迫使目标公司以高于市价的价格回购其所囤积的股票。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的专业知识。他因此错过了20世纪80年代的高科技股牛市。

3. 一个投机者从一开始就必须确定他愿意承担的风险水平。这也是最难的事情之一。

尽量简单化

索罗斯说他从不在经济研究上花很多时间，也不看华尔街的研究报告；他的观点基本上都是在读报时形成的。他还经常和世界上著名的信息机构取得联系。

1981年，他有18名雇员，大部分做行政管理工作。“我没见过他们，也叫不上他们的名字。”索罗斯说。到1988年他说他“说不清有多少雇员……也许有将近50人”。

市场理论

关于股票市场行为的理论主要有三种：基本面分析，技术分析和“有效市场”理论。

1. 他和许多其他的投资者都在很长的时间内保持了超过市场平均水平的投资业绩，这足以证明有效市场理论的荒谬——按照有效市场理论，这是不可能达到的。固执己见的大学教授们认为索罗斯现象可以用运气来解释；但如果真是这样，那么莫扎特的成功也可以归功于运气。业界没有人相信这一理论。索罗斯在日记中讥讽道：“相信有效市场理论的人越多，市场就越没有效率。”

2. 技术分析缺乏一个坚实的理论基础，而且许多内容都自相冲突。

3. 基本分析认为价值——由公司的盈利能力、资产等指标来衡量——决定股票价格。但是，通过股票发行或回购，以及并购等途径，股票价格也能影响上市公司的价值。

我个人认为股票价格最终还是要由价值决定——投资者和投机者不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同，他们不是特别关心短期的价格波动。但是，索罗斯认为反身性理论（reflexivity）[①] 要优于上述三种理论中的任何一种。

反身性理论

索罗斯"反身性理论"的本质是指认知可以改变事件，而事件反过来又改变认知。这种效应通常被称为"反馈"。用我自己的话说就是，如果公主吻了青蛙，青蛙变成了王子，她将给他更多的吻，他也将吻她……我不知道最后是什么。另一方面，如果你拴住一条脾气好的狗并踢它，骂它"坏狗"，那么这条狗会真的变得很凶，并扑过来咬你，而这又会引来更多的踢打、更多的撕咬。

回到投资方面，如果投机者相信美元将升值，那么他们的购买将推动美元上涨。这反过来又会使利率降低，刺激经济增长，从而推动美元再次升值。与此类似，如果许多投机者相信国际电话电报公司（ITT）或海湾西方石油公司（Gulf & Western）或其他任何公司的股价将上涨，那么他们的买盘就会推动股价上涨，而且公司管理层可以以更优惠的条款利用这些股票作价去收购其他公司，进而拉动股价再次上涨。

索罗斯将这种事实作用于认知，认知复作用于事件，并如此循环往复地交互影响过程称为"鞋带"（shoelace）模式。

反身性的一个关键观点是参与者认知的不完备性。（正如我前面经常提到的，这是军事决策问题的本质：在决策时你无法得到所需要的全部信息；事实上，即使你设法得到了全部信息，这时情况也已经发生了很大变化。）

索罗斯希望建立一种广泛适用的反身性理论，并用这种理论预见到即将到来的20世纪80年代大崩溃，就像凯恩斯的《就业、利息与货币通论》预见到20世纪30年代的大萧条一样。他承认他这个思想到现在还没有形成一

---

① 索罗斯所说的"反身性"（reflexivity，也有译为"反射"）指参与者的思想和他们所参与的事件都不具有完全的独立性，二者之间不但相互作用，而且相互决定，不存在任何对称性或对应性。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套成熟的经济理论，尽管他认为这个思想很有价值，而且十分有趣——的确非常有趣。投机家们肯定已经深谙此道，不过大众未必都能了解个中奥妙。

索罗斯尤其对两个金融领域的反身性感兴趣：贷款与担保之间的关系、管制与经济之间的关系。

贷款对担保的影响

贷款活动增加了贷款担保品的价值。如果一家公司或一个国家可以像日本的铁路公司那样借到大量低息借款，并可以低价购买能带来盈利的资产，那么它就能得到快速发展。贷款通常会刺激经济活动，而经济得到强劲提升又会使资产升值并提高收入水平，而这又可以提高信用水平，从而可以贷到更多款。

但是，最终当债务太多以至于超过了清偿能力时，为了清偿债务，担保品将被迫折价变现，于是整个过程反转了过来。

大多数国际银行家并未意识到借款国的负债率可能由于得到他们的贷款而得以改善。他们也没有认识到将担保品折价变现以偿还债务反过来又将抑制经济增长。

管制

一般说来，最宽松的管制环境和信用扩张最大化是并存的。这种相互作用的路径非常特殊：既不规则也不重复。索罗斯说，直到 1982 年为止，美国经济都存在着明显的繁荣和衰退交替出现的现象。但是，这次的繁荣期被人为地延长了——几个被索罗斯称为“催账”系统的贷款银行“俱乐部”的成立，以及美国政府主动承担起“最后贷款人”角色，使得巨额国际坏账得以继续滞留在经济之中，从而提升了“大循环”的高度和持久度。

索罗斯下结论说，为保持稳定，需要加强对金融市场的管制。他还指出一种从一个极端到另一个极端的倾向：由于管制过度，美国经济曾深受其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苦，现在美国政府又走向了另一个极端，即管制过松。

另外，索罗斯极力敦促成立一个国际性的中央银行，以保持货币稳定，进行债务重组，并提供充足的新贷款。“如果没有一个稳定的国际货币体系，世界经济就不可能平稳运行。”他声称。这个目标可以通过三个贸易集团：欧元区（EMS），也包括英国；美元区；日元区——的合作来达成。

石油问题

索罗斯曾提议建立一个国际性的石油缓冲库存，这样不仅可以提高石油市场的稳定性，而且还可以为他倡议成立的国际央行提供资本；他还建议创造一种石油本位的国际货币。但今天，他觉得那种想法已经过时了。石油价格大概经历了三个有秩序的时代——由卡特尔控制产量过剩的时代——标准石油时代、得克萨斯铁路委员会时代和石油输出国组织时代。现在，前两个时代已经过去了，石油输出国组织也已经过时，因此设立一个新的代理机构是很有必要的——产油国和消费国可以通过该机构达成相对稳定的价格。

不过，他承认以上关于货币和石油问题的建议都不是完美的或永久适用的，但是没有比这更好的方案了。

均衡理论与投机市场

古典经济学的均衡理论解释不了投机者的跟风行为，该理论认为，大多数商品都有一个自然价格，在这个价格水平上市场将会出清。但是，这种理论不适用于那些有大量参与者的市场，这种市场在很大程度上受到集体情绪的影响。

如果索罗斯能将投机市场行为放进古典经济学的框架中加以解释，那将是一个奇迹；如果他做不到，那就没什么好奇怪的了。投机市场以及其他一些诸如战争或打牌之类存在斗争的情况都是由社会学家或一些新的学科，例如博弈论和一般系统理论来分析的。索罗斯承认自己还不熟悉这些学科。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯认为，古典经济学的均衡概念是一个神话，有太多的假设，如完全竞争、完全信息、同质和无限可分的产品以及向下倾斜的供求曲线等。他认为，在现实生活中，人们的买卖决策取决于他们对未来价格走势的预期。如果一个生产者预期价格将要下降，那么他就会像投机者一样，在价格开始下跌时卖更多的产品，而不是更少。相反，如果价格上涨，根据古典经济学，供给将增加，需求将下降，从而价格上涨得到抑制。但是，经常会出现与此相反的情况：一种货币升值了，而由于一国货币升值对通货膨胀有抑制作用，再加上其他原因，于是这种货币的升值将“自我确认”。因此，由于供求曲线在很大程度上决定于市场影响，所以你得到的将是趋势，而不是均衡。

自我加强的循环

索罗斯将股票价格的走势看做是基础趋势和主流“偏差”——通常称为标准预测——的叠加，它们都受到股票价格的影响，这种影响要么是自我加强，要么是自我纠正。

每一次循环都是特殊的，但仍可以发现一般规律：

1. 当趋势继续时，投机交易的重要性随之增加。
2. 偏差（标准预测）跟随趋势，趋势持续的时间越长，偏差越大。
3. 趋势一旦形成，就将自行延续一段时间。

汇率走势容易出现大的波动。因此，综合上述三个法则，他发现投机会加剧货币的不稳定性。这也是他反对自由浮动汇率的部分原因。

繁荣与萧条的交替

索罗斯认为一个典型的繁荣—萧条交替序列的主要特征有以下几种：

1. 存在一个未被确认的趋势；
2. 刚才描述的自我加强过程开始；
3. 市场方向得到验证；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 市场信心不断增强；
5. 结果导致现实与认知之间出现偏离；
6. 到达繁荣的顶点；
7. 然后，在相反的方向上开始自我加强过程。

索罗斯首次使用上述繁荣—萧条交替序列的概念是在20世纪60年代跨行业合并兼并浪潮中；另一次是在他70年代投机房地产投资信托。这两个例子的吸引力都在于这些公司“反身”的能力——通过以高于账面价值的价格增发股票以获取资本收益的能力。

转折点：“趋势是你的朋友”

他进一步指出，即使可以预测的事情也难免出错：只有当事件处在转折点时才能改变主流的观点，而转折点是很难预测的。换句话说，你知道市场走势将要反转，但除非你同时知道什么时候反转，否则仍然无济于事。尤其当你处于空方时，精确地把握反转时机是非常重要的。

现在，索罗斯是站在交易员的角度来讲的。假设你确信日元将升值，并已经将借来的10亿美元全部投了进去。下一个季度或下一年日元确实升值了，但是在此期间你可能早已经被清洗出局了。因此对今天和明天而言，起支配作用的是一些直接的供求因素；这些因素受到最新发生的新闻、当局的一举一动以及“惯性”的影响。其中惯性是首先要考虑的因素，正如那句古老的交易格言所说的：“趋势是你的朋友。”逆趋势交易是铤而走险，尤其对于保证金交易而言，因为你很有可能无法精确把握趋势逆转的时机。

另一方面，对于那些耐心的长期投资者而言，重要的是价值，因为他们真正清楚股票的内在价值，而且只投入了一部分资产。如果你能花50美分买到价值1美元的东西，或者如果你能花50美分买到两年后值1美元的东西，那么你完全没必要为精确选择时机而费心。而且你可能买到了一个真正值钱的好东西，因为除你之外几乎没有别的买家。

因此，逆趋势行事是这些长期投资者的特点，不过这种做法对于保证金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易者而言是非常危险的。

灵活的理论框架

索罗斯希望通过一个灵活的理论框架来处理一切可能出现的情况。例如，在其商业日记或“实时实验”开始的时候，他认为“大循环”是脆弱的：美元和美国经济的走弱将导致高利率，而这反过来又将引发经济衰退。但是就在这时美联储转向了“肮脏浮动”，减缓了美元贬值的压力，为美联储降息留下了空间，美国国内的利率水平一直在下降。低利率推动了金融市场的繁荣，并阻止了经济滑向衰退，使繁荣期延长。

正如我们从索罗斯的交易中所看到的，他——以及每位成功交易员——最重要的品质之一是愿意立即改变操作策略，当意识到犯了错误时。例如，1978 年和 1979 年他在博彩股十分火暴时做空了国际度假胜地公司(Resorts International)。在《金融大师》所描述的那次在华尔街现代史上被讨论最多的做空交易中，罗伯特 · 威尔逊也是做空的这只股票。不过，威尔逊——他已经向各色人等公布了他的头寸——随后去了东亚度假。事实证明，他这次度假是非常昂贵的，国际度假胜地公司的股票从 5 美元涨到 60 美元，他被迫回补，损失惨重。与他不同的是，索罗斯意识到判断错误时，立即改变了立场：他结清了空头头寸，买进这只股票（这无意中帮助了对威尔逊的“挤空”），最终获利颇丰。

货币——存在主义的选择

索罗斯正确地意识到，一个人不可避免地要以某种或某些货币形式保存自己的资产。换种说法，如果你拥有一件东西，那么你最终必须找个地方安置它，正如你本人必须生活在某个地方一样。大多数投资者，甚至包括大多数基金经理，并没有有意识地决定他们想去哪里；他们只是待在原地不动。如果你住在苏黎世，原地待着是个不错的选择，但如果你住在太子港（海地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首都），那就不妙了。[①] 有意识地在自己国家之外进行选择对一些爱国主义者来说无疑是困难的，尤其是对美国人来说，因为大多数美国人相信“摩根声明”（Morgan's dictum）——永远不要看跌美国——是一个好建议。但是短期来看，无论是美元还是以美元标价的股票都不是最佳选择。因此，索罗斯说，你必须选择一种立场：不做决定本身就是一种决定。“有时我有些羡慕我那些粗心的同行们，”他谦虚地说，“他们不知道他们正面对着一种存在主义的选择。”

“1987 年大崩溃的历史意义在于……它标志着日本在经济和金融上的力量超过了美国。”索罗斯说，“美元在任何价位上都是不安全的。金融资产的持有者在寻找更好的投资机会，而美元不再是他们的选择对象。不过，20 世纪 30 年代的大萧条不可能在 1987 年大崩溃后再次上演，正因为它给人们的印象太深刻了。”1989 年年初，他认为德国马克很有吸引力，因为德国央行不想让它贬值，但是他不看好黄金，因为新技术的应用将增加黄金的供给。

自我否定的预言

“我的方法之所以有用，不是因为它能让我做出正确的预测，而是因为它允许我改正错误。”索罗斯说。

1987 年 10 月 14 日，他在伦敦《金融时报》上发表了一篇文章，预测日本股市将要崩溃。他的预测实现了：日本股市下跌了约 15%。接着，日本政府采取了干预措施，市场止跌回稳并再创历史新高。“我认为股市泡沫将继续被挤出，但政府有能力实现软着陆。”他说。不过，崩溃的却是美国股市，这是索罗斯没有料到的。结果量子基金在几天之内就损失了 8 亿美元。

他还评论说：“我的预测的显著特征是，如果我预期的事件没有发生，那么我还会继续预期它们会发生……部分是因为市场能影响到他们预期的事

① 我有一位非常有魅力的朋友，他是达荷美共和国（现在的贝宁）驻联合国和海地大使，海地人将达荷美看做自己的祖国——就像墨西哥人将西班牙看做自己的祖国一样。他每年去一次海地，参加海地国庆节的庆祝活动。他的财产包括在达荷美的几处出租用房产。他曾急切地问我，为了分散化，以防在国内出现麻烦，他是否应该在海地购买一到两处房产用来出租。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件……反身性过程没有预先决定的结果：结果是在过程中决定的。”

索罗斯认为大多数基金经理通常是错误的：“他们的头寸越有影响力，他们也就越无法做出正确的判断。”在这个意义上，索罗斯可以被看成是一个反向投资者。

不过，另一方面，市场决定事件。打个比方，由于他们是站在船头向外看的，所以当船将要触礁时，他们可能会大声发出警报。“因此，我们生活在一个预言自我否定的时代。”他说。或许这就是股市预见到最后两次大崩溃时的情形：市场的确预见到了它们，并令当局感到恐慌，不得不采取措施阻止大崩溃的发生。这就是索罗斯的市场“炼金术”所要表达的意思，因为与寻求理解[1]的科学不同，炼金术是试图改变。

新瓶装旧酒

索罗斯的风格之一是他喜欢为自己的想法冠上些夸张的名称，尽管这些想法有些本来就有通俗易懂的称谓。这样一来确实有些好笑。我以前提到过，“反身性”代表反馈，“偏差”代表标准预测，“大循环”代表泡沫，“合作社”代表银团，“实时实验”代表交易日记。在 1985 年 12 月 8 日的交易日记里，他认定现在谈世界经济的全面崩溃为时尚早，相反，繁荣还将持续一段时间。他没有将其描述为“暂时缓解”，而是描述为“资本主义的黄金时代”，这个字眼在 6 个自然段中出现了 4 次；他还宣称这次是“一生一次的牛市”。当时，标准普尔 500 指数在 2 000 点左右。9 个月后，1986 年 9 月 28 日，他写道，“现在是宣布这个‘资本主义的黄金时代’正式结束，并开始寻找下一个黄金时代的时候了。”这是我们最后一次看到“资本主义的黄金时代”的字眼。标准普尔指数此时大约在 2 300，因此，在“资本主义的黄金时代”被“宣布”结束时，它才持续了 9 个月，平均涨幅仅为

---

① 关于这点，我评论说，科学一般是被政治利用的，例如，纳粹的“科学”人种论。今天，“政治科学”和“关心政治的科学家”已经更加偏向政治，而非科学。“通过标榜为政治科学，”索罗斯讽刺道，“你就能增加自己对事件的影响力。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15%——或许这是有记录以来最短的一次“黄金时代”！

索罗斯的忠告

我们现在正处于另一个正在自我强化并将最终自我毁灭的周期之中——20 世纪 80 年代的并购狂潮。

市场参与者无法阻止繁荣的发展，即使他们已经意识到泡沫迟早要破灭。不进入市场既不可能也不可取：因为现代经济是相互联结的，这里没有世外桃源。因此，对于投机者来说，最明智的策略是在这股浪潮停止前尽量关注国外市场，并在泡沫破灭前尽可能撤出全部投资，以将损失降低到最小。索罗斯在房地产投资信托（REIT）泡沫时期就是这么做的，他当时的做法值得投资者借鉴。

至于繁荣—萧条序列，在趋势反转前，那些相信趋势的人无疑会如鱼得水。所以，问题是如何尽可能精确地把握住那个时机。

经济紧缩还会造成失业和生活水平下降，因此货币当局总会采取措施以刺激经济——这在信贷扩张时是可行的。但是我们将要面对的衰退很有可能在社会借款能力萎缩——一种空前危险的情形——时出现。

索罗斯相信，纳比斯科（RJR Nabisco）收购案[①]以及迈克尔·米尔肯（Michael Milken）的垮台是这次的公司并购风潮达到顶点的标志，正如索尔·斯坦伯格（Saul Steinberg）企图兼并化学银行（Chemical Bank）标志着 20 世纪 60 年代的合并兼并浪潮结束一样。（他认为，布什政府应该取消允许杠杆并购者将债务利息在税前扣减的政策）。现在流行的将股票分成不同的部分的做法与后者一样，都享受了过多的税收优惠政策。

这次的繁荣—萧条交替还会像往常那样发展吗？如果放任自流，今天的趋势将不可避免地以经济系统的崩溃而告终。但防止此类事情发生是政府的职责之一，而且索罗斯认为，除了 1987 年 10 月发生的那场不幸外，当局的确做得很好。

---

① 纳比斯科收购案，即 KKR 公司对纳比斯科的杠杆收购，是当时（1988 年 10 月）美国有史以来的最大收购案，但结果并不理想。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The New Money Masters

第五章

家族理财机构：会增殖的『新』钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个家族要想积累财富并让这些钱增殖就必须清楚三个事实。第一，这是一个相当复杂的问题：在这个社会上，其他人都在渴望着剥夺你对这笔财富的所有权，并坚持不懈地通过税收、通货膨胀、规章制度、劳务报酬以及其他手段来达到自己的目的。在这场永不停息的储户与社会的斗争中，最后的赢家几乎都是社会，绝大多数家族的财富最终被侵蚀一空。

要清楚的第二个事实是，只有那些经验丰富的人才能帮你完成管理资本的任务，而且在这个过程中你还要多留几个心眼。因此，对一个家族来说，最好是聘请优秀的理财专家来帮他们理财并给予其适当的监督，就像他们聘请外科医生或律师一样。

第三个事实是，优秀的理财专家是很难找的。最好的投资者很少和个人客户打交道。而且最好的也不一定永远都是最好的：他们可能会变得过于强大，早晚会出问题。因此，请人理财的家族必须理解理财过程，只有这样才能管理好整个过程。那么，在这方面，一些著名的家族是如何做的呢？

不久前，洛克菲勒家族宣布他们将组建洛克菲勒信托公司，为家族成员管理 170 份信托。“最终，”一位发言人说，洛克菲勒信托公司“可能会接受外部客户的委托”。尽管洛克菲勒家族的理财活动连续五代都是在家族内部进行的，并对外严格保密，而且事实上连许多家族成员都不知详情，但我敢打赌洛克菲勒信托公司最终将成为一家正规的投资顾问公司，将洛克菲勒家族的投资智慧与家族外部的客户分享。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此非常类似的是，1974年菲普斯（Phipps）家族的内部理财机构贝西默（Bessemer）信托公司决定对外部客户开放。该公司一位显赫的外部客户是时任白宫办公厅主任的唐纳德 · 里根。他在1981年被任命为财政部部长时，将他的一部分资产委托给了贝西默信托公司管理，并签署了保密协议。

里根总统也将自己的资产交给了一个由家族理财机构发展而来的信托公司——斯塔伍德（Starwood）信托公司来保管，这家公司管理着罗森沃尔德（Rosenwald）和斯特恩（Stern）家族在西尔斯—罗巴克（Sears & Roebuck）百货公司的资产。斯塔伍德信托公司1983年被联合金融服务公司（Associated Financial Services）收购，不过，负责管理里根总统资产的信托经理脱离了公司，自己经商去了。

这是一种趋势吗？当家族理财机构，那些一贯保持沉默的财富王国管家，纷纷向大众敞开大门时，对那些需要金融服务却又无法建立自己的代理理财机构的一些较小的家族来说，不是一个很好的机会吗？

或者，是不是直接找那些从来没有为单个家族服务过的投资顾问机构要更好些呢？

我们来仔细讨论一下这两种标准的家族金融管理解决方案——顺便提一句，注意两者是如何趋于融合的。我先概括性地讲一下，然后举一些具体的例子。

家族理财机构

当一个家族最早的族长（或许是一位非常成功的商人）将管理个人事务的任务交给一位他非常信任的管理人员——通常是一位会计——时，一个家庭理财机构就开始了。这个家族理财机构负责管理的事务包括：监督家族公司的分红和盈利，审核并支付账单，及时办理保险，处理家庭杂事，以及类似的事情。后来，这位商业巨子的妻子、子女的个人事务也都交由这个理财"机构"来管理。再后来，为了应付家族的需求，这个理财"机构"想出了许多聪明的办事方法：它有固定的旅游代理机构和豪华轿车租赁公司，享

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受特定饭店的优惠待遇，并和克拉里奇（Claridge's）酒店以及雅典娜广场（Plaza Athénée）酒店有长期合作。它和剧院戏票经纪人、晚会包办人、运输公司、干杂活的人都很熟悉，并与家政公司保持良好的关系。

如果丈夫通过他的俱乐部订了百老汇的戏票，那么他的妻子可能也想去，于是订票的事就由“机构”负责了。一些家族理财机构甚至还帮委托人遛狗，现在它们可能已经雇了专人帮委托人遛狗，然后给委托人开账单。最极端的一个例子是，我们的一个家族委托人被从一个小国家的王位上赶了下来。我们帮助他们组织了一场恢复王位的运动，写了上千封信，举行了无数次会议，和议会协商，请联合国斡旋，诸如此类——可惜仍未成功。富人的女儿一般都对马着迷。如果需要，家族理财机构要负责建马棚并购置训练用器械，记录开支，整理折旧单。家族理财机构还要繁杂地计算每位家族成员在每个州或国家的居住时间，以免报税时出错被税务机构找麻烦。

后来，族长的这位会计雇了一位秘书做自己的助手。这个家族很快就习惯了把支付账单、制作平衡支票簿这些琐事交给家族的理财机构去做，因此这个机构变得越来越不可或缺。确实，这种服务太方便了，家族的第二代人可能从没有学习如何签支票，如何阅读银行财务报表，或如何制定预算。

到最后，族长开始担心如果他不在了该怎么办。他深知自己的子女们不谙世事（事实上，正是他使孩子这样的），他可能会将他留给他们的财产委托给家族的理财机构来管理，并签订委托协议。然后，他又聘请了一位律师和一位投资方面的专家来辅助管理。

他死后，家族理财机构的管理者发现现在他成了管事的。如果这个理财机构有足够的投资技巧，那么一切都会运转良好。相反，如果它已经演化成了一个记账或管理杂务的机构，那么它可能已经丧失了用钱赚钱所需的机敏头脑。

与衰落作斗争的家族

至此，或许我们可以看到这个家族的道德品行有所弱化——“幼稚化”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洛克菲勒家族的一位年轻成员如此称呼这种现象——而与此同时，这个家族理财机构的力量却增强了。我知道一个例子，老会计的两个儿子现在组建了自己的公司，仍然管理着这个家族的事务，并每年和族长的后代们开一次会。两人——都已届中年——坐在桌子的一侧，另一侧是那些被召集来的家族后代。他们发下一份关于家族事务的报告，回答问题，午餐后，吞吞吐吐地对未来做些展望（他们不是投资者）。在这个例子中，这个家族的第三代已经有超过 18 位成员，却只有一人参加工作。因此，家族中没人奢望摆脱两人对家族事务的控制。学历史的学生对这种现象并不陌生：在日本，幕府将军控制了日本的天皇家族；在法兰克王国，墨洛温王朝的继承人成了宫相的傀儡[①]。这无疑会削弱王室的统治，除非他们的第三代或第四代发动一场宫廷政变，推翻他们雇来的管理者。

我亲身经历过一个故事。一对克利夫兰兄弟成立了一家生产电子管的公司。他们做得非常成功。第二代继续经营着这家公司。第三代则对商业失去了兴趣，并让公司主管以 3 000 万美元的价格将这家公司卖给了一个德国公司（他们的子女，家族的第四代，更是整日无所事事）。

不过，德国人不久就发现他们无法隔这么远的距离来经营这家公司，于是就通过管理层收购的方式，以 3 年前的买价将它卖给了 6 位公司高管。这些高管们对公司进行了一些改革——这些改革在他们成为公司所有者之前是不允许的。过了不到 8 个月，他们将改造后的公司以 1 亿美元左右的价格卖给了一家在纽约股票交易所上市的公司，净赚了约 7 000 万美元！这些公司高管都发了大财……这个家族第三代和第四代的败家子们应该受到惩罚。

现在，我们正帮这 6 位高管的家庭建立信托慈善基金会，以免他们的子女成为纨绔子弟，并毁掉整个家族。因为他们亲眼目睹了一个家族的衰落——正是因为那些纨绔子弟丧失了活力，才为我们的委托人创造了机会——还因为他们都非常聪明能干，他们应该能够避免重蹈覆辙，至少在一代或两代之内。

---

① 公元 751 年，墨洛温王朝宫相矮子丕平建立了加洛林王朝，墨洛温王朝结束。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在有着比纽约更悠久的理财传统的波士顿，富有的家族以一种不屈不挠和极度现实的方式与后代退化和家族衰落作着斗争。我的一位来自波士顿一个名门望族的朋友的故事就是一个最好的例子。在他去上大学的前几天，他被叫到了父亲的书房。他父亲给他看了学费和其他开支的总花费，然后交给他一堆表格，上面要求他在毕业后一年内必须还清全部金额。我的朋友非常吃惊，但还是在上面签了字。他养成了努力工作的习惯，而且，他确实非常喜欢工作。从此以后，他将这个习惯永远保持了下去。

不管怎样，如果一个家族逐渐地失去了生气，那么这个家族的理财机构通常也会变得缺乏效率。管理人员日益老化，缺乏想象力；及时、准确地记账对他们来说已经是奢望了，更别说让他们预见危险和机会了。

这个家族一些略为警觉一些的成员开始萌生亲自打理自己那份财产的念头。如果信托条款限制他们取出自己的财产，他们可能会感到非常愤怒。不过，许多家族理财机构采取了同样的解决办法：对家族外部客户开放，并允许家庭成员自愿离去。这样，家族理财服务业才会出现竞争，在竞争中，好的家族理财机构可以得到更快的发展，并降低委托理财成本。我对此完全赞同，这看起来有百利而无一害，只要这些家族理财机构对新客户和原来的家族客户一视同仁。还有一种可能是，如果这个家族理财机构的投资技巧过于平庸甚至拙劣，那么，在这种松散的契约结构下，它将被这个家族的许多成员所遗弃。那就太糟糕了！但无论如何，这样的一个家族理财机构已经成功度过了过渡期，并脱胎换骨成了一家投资顾问公司。

投资顾问

按照今天的标准来看，早期投资顾问业提供的服务是相当拙劣的。我很喜欢发生在20世纪30年代大萧条时期的关于一个纽约花花公子的故事。他看了一眼手表，突然跳起来，并对酒吧里的人说他该走了——他要去见一位投资顾问。这给其他人留下了深刻的印象。没多少人能付得起顾问费，有余钱需要投资顾问帮忙投资的就更少了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一小时后那人回来了，一副若有所思的样子。"怎么样？"其他人问。"首先，他问我有多少钱，"他咽下一大口饮料回答道，"我告诉他我有20万美元。""他说怎么办？"又有人问。"他让我将19万投资到国债上。"周围的人赞许地点点头。小心些总不会有错！"那么，剩下的1万呢？""他说给他！"

最初，许多投资顾问只局限于建议是投资股票还是债券或抵押债权。不过，经过这么多年的发展，投资顾问业有了长足的进步。现在一个提供全方位服务的公司会告诉你具体购买哪一种股票或债券，以及如何处理税收、不动产、汽油和天然气、风险资本——诸如此类的许多事情。这种公司出现在20世纪30年代初，其最初的原型就是为个人提供投资服务的家族理财机构。

一个公司的投资能力和他在信托、税收以及个人金融的其他方面的技巧看起来似乎是鱼和熊掌不可兼得的。当一家精于信托和财产管理的法律公司，或一个负责照看家族事务的会计团队发展成一个为多个家族提供全方位服务的公司时，一般它会比较擅长处理遗嘱执行、支付账单以及税务代理等事务——但是却不一定具有专业资产管理公司的投资技巧。事实上，有些公司——如 Charles Pratt 合伙公司——干脆将全部投资业务整个承包了出去。同样，如果一个资产管理公司也做财产管理等业务，那么它通常不如一家会计或法律公司在这方面做得好。不过，还没有哪种模式能一统天下。这些公司风格各异，从业务全面的到业务单一的，从老式的到时尚的，从激进型的到保守型的，从专注投资的到专注个人服务的，等等，不一而足。

不过，对提供家族理财机构式的贴心服务真正感兴趣的大型投资顾问公司或银行信托部门越来越少。一个原因是，许多优秀的投资顾问公司都被高速成长的企业养老金业务吸引去了。如果你同时管理着一个40万美元的家族账户和一个5 000万美元的养老基金，那么你肯定无法一视同仁。除非你像一个艺术家一样，工作是出于兴趣，而不是为了赚钱，才能给予前者同样的关注。另外，为个人提供服务的成本也非常高。因此，大多数想赚大钱的投资顾问公司都尽快转向了养老金领域。在研究这个主题时，我非常吃惊地发现，我们公司现在显然已经是纽约最大的家族服务导向型投资顾问公司了。令人惊奇的是，那种只向机构客户提供是投资股票还是投资债券建议的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资顾问公司又重新出现了。这种服务被称为“资产配置策略”，而且收取的管理费非常昂贵。①

对于银行来说，提供真正的“个人银行服务”是非常困难的，因为它们规模太大，职员流动过于频繁。我曾从一位客户那里听到过一个非常有趣的故事，这位客户是纽约一个名门望族的成员（“奥德姆先生”）。他有一次要求和一家银行的个人银行部门的主管（“比格先生”）见个面，他抱怨银行对他的事务不够关心。午餐准备好了。银行方面出席的人有：比格先生、两个负责投资的人、公关部负责人（“康泰克先生”）及其助手。

奥德姆先生准时入席，贵族似的彬彬有礼，并与康泰克先生及其助手闲谈。接着，负责投资的两个人到了，最后是比格先生。那位重要人物大步向康泰克走来，有力地挥舞着手臂，并热情地说：“你好，奥德姆先生！非常高兴再次见到你。你气色看起来好极了！”真正的奥德姆先生惊奇地看着他们，而可怜的康泰克先生脸都变绿了。

老年人

如果身边没有亲人，老年人将更加依赖家族理财机构或投资顾问或法律公司。这主要是因为客户无力管理日常家族事务。40岁时有激情做的工作到了60岁再做就有些枯燥和吃力了，而对于70岁的寡妇来说就几乎是不可能了。在这些情况下，一个已连续为这个家族服务了15~20年并理解这个家族代际关系的团队将非常有用。例如，我们有这么一个案例。我们有位客户是一个老妇人——现在已经搬到了迈阿密——她有一个不诚实的保姆。不久，我们发现了这位客户的一些资本被离奇地取走了。我们派了一个会计人员下去调查，发现我们客户的这位保姆在中饱私囊。她甚至伪造雇主的签名用支票给自己买了一部凯迪拉克！我们在公司内部找了一位

① 不过，这些策略不一定就有效。1989年5月16日的《华尔街日报》上有篇文章指出，在1989年牛市启动时，美国前十大养老金基金管理公司中，股票投资比例最高的公司也只持有55%的股票，三家根本没有股票，还有三家只持有10%~30%的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

女职员负责这位客户的生活起居，同时我们还不得不例行一系列麻烦但又必需的程序：通知警方，将这位保姆请出家门，说服卖主收回这部凯迪拉克等。

谁来付管理费？

投资顾问公司的收费标准是不断调整的：例如，当资本在100万美元以内时收1个百分点的服务费，当资本在100万~200万之间时则收0.75个百分点，依此类推。如果一个家族的资产账户很多——如子女的信托基金等——出于为客户节省管理费的考虑，投资顾问公司会将这些账户加总在一起。这就给这个家族出了一道难题：如果总资产是500万美元，按照上面的收费标准，从第一个100万起到最后一个100万，每年管理费费率分别为：1%、0.75%、0.5%、0.25%、0%。那么这些成本该如何分配呢？是按资本比例平均分配？还是出于税收减免的考虑，由更老和更富有的一代多分担一些？人们通常选择后一种做法：由上一代人多分担一些，这也是跨代税收调整计划的一种形式。

顺便说一下，美国证券交易委员现在已经允许注册投资顾问参与资本利得分成，在此之前，只允许对冲基金等机构这样做。这项安排无疑会鼓励投资顾问公司拿客户的钱去冒险，估计对家族客户不会有太大的吸引力。

逃离陷阱

投资顾问们经常不得不将他们的客户从失败的风险资本交易中"解救"出来。我相信我的所有同行都有过这样的经历。一位富有的老人（现在，在华尔街行话里，被称做"净资产极多的高等公民"）被一个极体面的退休职位所吸引，拿出自己的积蓄来资助一位公司发起人，并当上了这家公司的董事长。然而，由于过分乐观、管理不善、欺诈，或三者都有，情况开始不妙。如果这位公司赞助人——头脑已经有些发昏的——在公司每况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愈下的情况仍然极不明智地继续投人资金，或者如果他已经在公司的有关合同或票据上签了名，那么他彻底陷入了困境。遇到这种情况，投资顾问常常不得不雇律师和专业顾问，清算公司资产，然后出售变现——或至少建议公司发起人再从外部筹措一些资金——而不会采取最懒惰的解决方案，让客户继续往里面砸钱。（让外部资金进人是可行的，因为这些投资者一般要远比这位过于自信的客户精明，无论这位客户和公司发起人之前的关系如何。）

波士顿的一位投资顾问劳伦斯 · 库利奇（Lawrence Coolidge）讲了一个类似的例子。一位客户在一个宗教组织领袖的陪伴下来到他的办公室，要求将他的股票和债券都过户给这个宗教组织。原来，这位客户打算加入这个宗教组织，而这个宗教组织又规定每位教徒在入教时都要发誓过清贫的生活，因此他打算将这些股票和债券都捐赠给这个宗教组织。库利奇请他的客户进来，并关上门。当那位“教主”拎着他刚买的准备用来装证券的公文包在外边苦等时，这位客户，在库利奇的坚持下，将自己的财产当场做了“捐赠”。当然，是“捐”给了他的家人，而不是那个宗教组织。

信托

顺便说一下，库利奇的公司和其他投资顾问公司一样，都鼓励客户订立可撤销（revocable）的信托，用这种方式保管资本要灵活一些。订立信托时有两种委托方式，不可撤销的和可撤销的。前者是将财产永久性地交给独立的托管人，由托管人依照受益人的意愿进行管理。例如，丈夫常把财产的收益留给妻子养老，而财产本身则留给他的孩子或再下一代人。这种信托方式可以节省大量税收。

另一方面，可撤销信托（也被称做当事人活着时有效的信托，或生前信托）方便了委托人的财产管理。不过，这种方式对委托人的税务无任何影响。顾名思义，委托人可以随时取消委托业务。许多家族理财机构（尤其是在波士顿）都青睐可撤销信托，并为每一位家族成员订了一份。可撤销信托

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对比较省心。如果你想周游世界，那就放心去吧：受托人将为你支付账单，并在你不在时照顾好每一件事。如果你需要更多的旅行支票，发一个电报就可以了。

当然，这得花些钱，而且需要额外报税。为什么会这么麻烦？最好的理由之一是可撤销信托实质上是为委托人提供了一项带有投资顾问性质的理财服务。“在巴里罗奇（Bariloche）发现一处迷人的别墅，”那位兴奋的受益人发来一封电报，“现价20万美元，原价40万美元。”“不明智”。受托人的回电令人扫兴。那位托管人可以撤销这份信托，然后买下那栋别墅，但很少有人会这么做。还有一个更好的例子。里面的受益人是一位轻率的女孩，她在里维埃拉（Riviera）爱上了一个希腊的花花公子。他想让她投资80万美元到科孚岛（Corfu）的一个游艇船坞或肯尼亚的一个游乐场。“我乐意这样做，伊安斯（Iannis），”这位被冲昏了头脑的少女轻声说，“但我得先问一下代理人。”“为什么？”她的偶像问道，“难道你想做什么事还不能自己做主吗？这是你自己的钱，不是吗？”“噢，是的，但我不得不这样。”她回答说，“我们经常请教代理人。”这样做就对了！不过，在受托人派来的面无表情的“交易杀手”让这些现金流项目露出原形并重新做法律安排之前，我们这位年轻女士也应该先看清楚那个伊安斯到底是对她感兴趣还是对她的银行账户感兴趣。

这个例子让人联想起以前一些家族理财机构被赋予的近乎神圣的职能。这些家族理财机构当时就像日本神道教的神社，将现在一代人同他们的祖先联系在一起，而他们的祖先就是他们的家庭保护神和家神。因此，一个古老家族在纽约的家族理财机构仍然保存着家族成员出生和死亡的花名册，看管着在长岛上的家族墓地，并记下每位已故家族成员的安葬位置——这个家族本身在很久之前就放弃了他们在这里建的不动产，他们要么搬到了佛罗里达，要么长眠于这个墓地。

今天，不管怎样，正如我开始提到的，随着家族理财机构对公众的开放，家族外的客户也可以享受这种神圣的服务了。当然，如果一个家族理财机构到了家族的第五代——比如说，有150个同辈人，包括许多不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姓——那么它实际上已经在为分属几个不同家族的多个客户服务了。以下是一些例子。

5 600 号房间

这个不起眼的代号后面是一个多达 200 人的机构，它位于洛克菲勒中心(Rockefeller Center) 顶层的一个套房里，管理着约 80 位洛克菲勒家族成员的事务。它一度是一个非常机密的机构，很少与新闻界或其他人接触。贪婪的老约翰 · D · 洛克菲勒创建了标准石油公司，赚了大约 9 亿美元——相当于今天的 100 亿美元。他晚年时开始向慈善机构大量捐款。1934 年，他的儿子小约翰 · D · 洛克菲勒又为自己的子女设立了五个信托，每个信托最初的资产约为 5 000 万美元。这五个信托基金控制了洛克菲勒集团（前身为洛克菲勒中心集团）90% 的股份。

这个集团有四项主要资产：(1) 洛克菲勒中心财产公司，该公司拥有洛克菲勒中心位于曼哈顿中心区的 12 幢艺术装饰风格的建筑，估价为 16 亿美元；这个复合体的另外 4 幢建筑，大概值 10 亿美元；以及库什曼—韦克菲尔德（Cushman & Wakefield）公司，这家房地产公司是 1976 年从美国广播唱片公司（RCA）手中以 2 500 万美元的价格买来的，现在价值大概超过 1.25 亿美元。(2) 洛克菲勒中心发展公司，该公司拥有中心大楼外面的财产：洛克菲勒中心电信公司，这个公司原设计是为中心的租户提供“艺术级”通信服务，现在已面向公众；以及被喻为洛克菲勒中心“皇冠上的珍珠”的无线电城音乐厅（Radio City Music Hall）。(3) 奥特莱特（Outlet）公司，该公司经营着 7 家电视台和 4 家广播电台，1984 年以 3.32 亿美元买来，1986 年又以 6 亿美元卖出。

第四项主要财产是一家风险资本有限责任公司——文洛克（Venrock）联合公司。该公司管理着 1.5 亿美元资金，在上市公司和非上市公司里都有投资，这些公司包括阿波罗（Apollo）电脑公司、苹果电脑公司——曾是该公司最主要的投资人——Businessland 公司、Centocor 公司、Convergent 技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术公司、Evans&Sutherland合伙公司、英特尔以及Mentor图形公司等。在早几年，该公司的负责人是劳伦斯 · S · 洛克菲勒，他是一位经验丰富的风险资本家。今天，主要合伙人中已经没有洛克菲勒家族的人了。

洛克菲勒家族的每一代都想将家族的控制权保持得久一些。例如，第三代——“兄弟一代”①——非常渴望挣脱他们的父亲小约翰 · D的权威。林斯利 · 金博尔（Lindsley Kimball）在《洛克菲勒家族：一个美国王朝》一书中写道：“温思罗普泪流满面地来找我，说，‘噢，我多么希望能自己做主做些事情啊。’”而姐姐艾比则描述了她参加过的一次奇怪的会议，到场的人除了她，还包括唐 · 奥布赖恩（Don O'Brien）、理查森 · 迪尔沃思（Richardson Dilworth）等来自家族理财机构的七八个人，以及一个名叫乔 · 李的会计师：

> 他们拿出一个红色的小公文包，“我”的投资尽在其中。每件事都已经安排好了，我感觉自己就像一个局外人。迪尔沃思建议让李审核我的投资项目。他边审核边向我大概地介绍各项投资的情况。他谈到埃克森公司时说：“噢，这是我们的老朋友了。”然后又谈到美孚公司，“现在，美孚就像埃克森的小妹妹。”都是些废话。很幽默，但却清楚地把我和钱隔开了，我不知道到底哪些钱是我的。这个办法很有效。我感觉就像脸上戴着面具，正躺在手术台上任人宰割。5 600号房间是按我父亲的指示办事的；他们禁止任何人提更深入一些的问题。

洛克菲勒家族第四代的一些成员近些年寻欢作乐，过得轻松自在，甚至捐助老洛克菲勒当年并不支持的慈善事业。劳伦斯 · S · 洛克菲勒的女儿劳拉声称：“以一种对社会有益而非有害的方式将这些钱花掉不是一件容易的事。途径之一是资助那些试图改变现行的制度并摆脱我们的人。”很明显，这是出于为家族赎罪的欲望。这种欲望发展到极端，就是一种被称为帕

---

① 洛克菲勒家族第三代共有6位成员，其中除了姐姐艾比，其余五位全是男性，因此又被称为“兄弟一代”。他们包括：艾比 · 洛克菲勒 · 米尔顿（女），约翰 · D · 洛克菲勒第三，纳尔逊 · A · 洛克菲勒，劳伦斯 · S · 洛克菲勒，温斯罗普 · 洛克菲勒，大卫 · 洛克菲勒。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蒂·赫斯特（Patty Hearst）综合征①的心理疾病，许多富贵家族都有类似病例。他们的后代往往加入信仰自由主义的政党，就像肯尼迪家族的几位成员或埃夫里尔·哈里曼（Averell Harriman）一样。

洛克菲勒家族第四代一般都被管得很严，只能得到各自信托财产的一小部分收益，但是他们现在一共有 22 人，同时第五代还有 40~50 人。第四代许多人都积极参与慈善事业，因此他们需要钱，而第五代要生活和从事他们感兴趣的商业活动，因此也需要现钱。1983 年的一项研究令所有人感到吃惊，研究发现洛克菲勒集团总资产的每年的收益率只有 1% 左右。原因之一是，洛克菲勒家族的核心资产洛克菲勒中心经营不当。据说洛克菲勒中心每平方英尺的维护费用超过了纽约其他所有的办公大楼。另外，洛克菲勒中心相当数量的长期租约是在 20 世纪 70 年代早期签订的，每平方英尺的租金大约为 26.5 美元，只有该区域近期租金水平的一半，只有当这些租约期满后，他们才能提高租金。而且，如果将税金和管理费用都全额计入成本的话，无线电城音乐厅已经连续亏损几十年。洛克菲勒家族曾数次下决心要关闭它，但每次到关键时刻就心慈手软了。

就在洛克菲勒集团一蹶不振之际，集团的董事长戴维·洛克菲勒（David Rockefeller）任命理查德·维尔（Richard Voell）为集团总裁，以挽回局面。维尔是一个合适人选，他在“拯救”宾州中央运输公司（Penn Central）②时表现不俗，不仅盘活了公司附属的不动产资产，而且还帮助

① 帕蒂·赫斯特综合征即斯德哥尔摩综合征（Stockholm syndrome），又称为人质情结，指的是被绑架的人质对于绑架者产生某种情感，甚至反过来帮助绑架者的一种情结。斯德哥尔摩综合征的一个著名案例就是美国报业巨子赫斯特的孙女帕蒂·赫斯特。她在 1974 年被激进组织绑架，在遭受了绑架者的恐吓和百般羞辱之后，反而开始认同他们的理念，最后还帮助他们抢劫银行。——译者注

② 1970 年 6 月，拥有 70 亿美元资产的宾州中央运输公司申请破产。破产后，该公司的铁路资产被剥离，因此公司更名为宾州中央公司（Penn Central Company），并大力开展非铁路业务，例如房地产和保险。这些业务许多都是原公司破产前开展多元化投资时留下的。1994 年 3 月 25 日，宾州中央公司又更名为美国第一保险（American Premier Underwriters（APU））。1995 年，美国第一保险被美国金融集团（American Financial Group）收购，现在仍是美国金融集体的全资子公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重组后的公司成功地开展了多元化经营。另外，他在比阿特丽斯（Beatrice）公司也做过类似的工作。

维尔发现，洛克菲勒集团在休斯敦和达拉斯等存在供给过剩风险的地区有20多亿美元的房地产投资计划，于是他撤销了这些投资项目，同时还卖掉了一家石油天然气公司和一家集装箱公司。

1984年收购奥特莱特公司所需的3.32亿美元，以及为洛克菲勒中心占用的土地支付给哥伦比亚大学的4亿美元补偿金，大部分都是靠借款融资的，因此，偿还债务一项占用了集团大量的现金收入。为创造流动性——既是为了帮助家族成员增收，也是为了建立投资基金——维尔先生将目光转向了洛克菲勒中心。如果直接将洛克菲勒中心卖掉，光税金就要缴约4亿美元。维尔没有这样做，而是成立了一份名为洛克菲勒中心财产公司的房地产投资信托，这是有史以来最大的一笔财产融资交易。

这份信托的资产包括洛克菲勒中心12幢标志性建筑，共卖出了价值7.5亿美元的普通股，以及5.5亿美元的欧洲债券——这些债券大部分可以在2000年转换为股票——总筹资额为13亿美元。与洛克菲勒家族成为合伙人的概念使这项交易非常具有吸引力，但是有越来越多的分析师认为，这项交易对洛克菲勒家族比对购买新股的投资者更有利。普通股的发行定价是以对纽约商业房地产租住率的乐观估计为基础的。尽管包销集团使出了浑身解数进行宣传，而且期间大盘大幅上扬，新股上市后却长期在发行价之下徘徊。除了洛克菲勒家族，纽约其他一些不动产巨头也都选择了公开上市：尽管他们都表示对曼哈顿商务地产的未来信心十足，但是却都接纳了公众投资者作为其"合伙人"。

1986年，维尔以6.25亿美元的价格卖掉了1984年才买来的奥特莱特公司。那么如何使用这些近20亿美元的资金呢？首先，偿还集团债务。然后，维尔计划组建一家跨行业控股公司，该公司有可能在纽约股票交易所上市。另外，为了满足那些希望将自己的信托财产变现的家族成员的要求，洛克菲勒集团还第一次引入了外部投资者，这些外部投资者包括意大利汽车巨头吉亚尼·阿涅里（Gianni Agnelli），以及得克萨斯州的亿万富翁贝尔顿·克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱伯格 · 约翰逊（Belton Kleberg Johnson）。

正如前面提到的，5 600 号房间已经形成了一个小型的内部信托公司。有理由相信，洛克菲勒信托公司最终将会对家族外部的客户开放。果真如此，它将成为菲普斯家族的贝西默信托公司的强劲对手。

贝西默信托

亨利 · 菲普斯（Henry Phipps）年龄比安德鲁 · 卡内基（Andrew Carnegie）小一些，两人都是在宾夕法尼亚的阿勒格尼（Allegheny）长大的。他父亲是一个制鞋商，曾雇卡内基的母亲做“缝鞋工”。亨利 · 菲普斯对数字很敏感。他先是做了卡内基的会计，后来成了他的合伙人，而后者当时正在雄心勃勃地建设他的钢铁帝国。当 J · P · 摩根计划组建美国钢铁公司（United States Steel）时，他意识到老谋深算的卡内基的钢铁公司是不可或缺的。在一次著名的谈判中，摩根问道：“你的报价是多少？”卡内基将一张写着数字的纸从桌子这端推到另一端，摩根“怒视”（他一贯的表情）着这张纸，并点了点头。结果，卡内基得到了 2.26 亿美元——超过他不久前报价的两倍；菲普斯得到了 4 300 万美元——大概相当于今天的 10 亿美元。听到这个消息，菲普斯心花怒放，“安迪太棒了！”后来，卡内基遇到了摩根，有些郁闷地说：“我当时应该再多要 1 亿美元。”“我应该会接受的。”摩根爽快地说。这个“意外的”发现让卡内基颇感不爽。

亨利 · 菲普斯大规模地赞助慈善事业：诊所、公共澡堂、体育场、图书馆。但是，菲普斯家族的下一代兴趣有所不同。亨利的子女们——埃米（格斯特）、约翰、海伦（马丁）、亨利 · C 以及霍华德——强烈地感到“慈善活动”应该从家里开始——而且，如果有必要，也应该在家里结束。他们都为自己建造了豪华住宅，其中尤以约翰的旧韦斯特伯里花园（Old Westbury Garden）最为著名，这处豪宅有 3 个马球场。他们一度还拥有棕榈滩 1/3 的海滩。当约翰来往于豪宅和棕榈滩之间时，他（或他的家族理财机构）会包下一个有 9 节车厢的专列：3 节车厢是为家人和仆人安排的，3 节

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

车厢放行李箱，最后3节车厢载的是打马球时骑的矮种马和马粮。

所有这些费用都是由一个被称做“家族计划”的特别的体系提供的。亨利 · 菲普斯将他没有捐送出去的几乎全部资产都放到了一系列的信托里。为管理这些信托，成立了一个家族机构——贝西默信托公司，该公司位于新泽西，里面有一位菲普斯家族的成员。不过，贝西默信托公司管理的信托反过来也是该公司的所有者，而且是由菲普斯家族的成员控制着，越老的一代权力越大。

更为独特的是，这些信托都包括一项主要财产：贝西默证券公司，该公司是菲普斯的家族投资公司，可以投资股票和债券、不动产、石油和天然气、风险资本交易，等等。该公司的股份只能卖给本家族的其他成员。因此，辈分低或较年轻的家族成员无法直接管理自己的资产。贝西默证券公司1911年成立时管理的资产为7 500万美元，到1987年其资产已经增长到了15亿美元。尽管这个数字相当惊人，但是其实际年复合增长率只有3.7%多一点，当然，这是在缴过税、分过红之后。购买股票时，贝西默证券公司和贝西默信托公司买的都是同样的股票，不过，两者所参与的私人股权交易却不一定相同。

贝西默信托公司提供的服务是所有家族理财机构中最昂贵的，其中尤以约翰 · 菲普斯的专列为极致，不过，一个人想要的服务它基本上都提供到了。这个机构负责照顾家族在棕榈滩的房子、疏通卫生间被堵的马桶、修剪草坪和修缮屋顶、雇用仆人、将船从纽波特开回来……当然，当主人一家乘船去了伊柳塞拉岛（Eleuthera）时，还要负责遛狗。一些比较大的家务活，如重新粉刷房屋，还要另外收费。还有一些服务的主要受益人为家族的第二代或第三代人，这些服务实际上构成了未报税——因此，也没有缴税——的红利[①]。这种做法够聪明，尽管不完全符合税法精神。

不过，从亨利 · 菲普斯开始，当“家族计划”到了菲普斯家族的第四代和第五代时，情况开始出现变化，一些不和谐因素出现了。

① 指贝西默证券公司的股份分红。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱布兰德－罗斯兄弟－蒙哥马利会计师事务所（Lybrand，Ross Brothers & Montgomery）的审计师在1957年的研究中发现，在贝西默信托公司的受托人和管理者之间存在着某种程度的内部人交易，并认定贝西默信托公司对受益人所做的贡献可能还不如一家外部投资公司。随即，菲普斯家族的第三代成员埃思蒙德·B·马丁（Esmond B.Martin）开始动用法律手段从贝西默抽走他的信托财产。20世纪70年代早期，贝西默信托公司在房地产投资上出现失误，给菲普斯家族造成的损失高达8 700万美元，这更加降低了菲普斯家族对这个家族理财机构的信任度。（老亨利·菲普斯相信房地产，不相信债券，不过，他从来不借钱投资房地产——全用现金。）此后，埃思蒙德的大堂兄、马球手温斯顿·格斯特（Winston Guest）也加入了他的队伍，奢侈的生活已经迫使他卖掉了他在棕榈滩的财产以及许多古玩和艺术品。直到1974年，他们的法律努力才有了一些结果。当年，贝西默信托公司为了支付自身现代化的费用，试图追溯征收信托管理费。随后，加入马丁和格斯特队伍的是格斯特的妹妹黛安娜·曼宁（Diana Manning）以及另一位堂亲玛格丽特·伯格纳（Margaret Boegner）。这一次这些持异议者取得了初步胜利：新泽西州法院将管理费削减了近一半。

在此期间，家族每年都要多缴几百万美元的税，因为贝西默的盈利要缴公司税，当这些钱分配给信托时又要缴个人所得税。因此，不久，温斯顿的儿子弗雷德里克·格斯特（Frederick Guest）也加入了脱离“家族计划”的队伍之中。

后来，20世纪70年代初，贝西默信托公司做出了明智的决策：除照管200位菲普斯家族成员的事务外，也对外部客户开放。另外，贝西默信托公司对外部客户收取与家族内部客户相同的管理费，这在一定程度上缓解了家族内一些心怀不满的成员的批评压力。“公众化”意味着你的业绩表现要由外部客户来评判，他们如果不满意，就可能选择离开，而这将给你带来危机感。另外，客户群的扩大不仅可以摊薄管理费用，还可以让公司更容易雇到优秀人才。

近年来，受益于突出的业绩、高质量的管理和良好的声誉，贝西默信托

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司管理的资金已经增至50亿美元左右。来自菲普斯家族的信托管理费仅占总管理费用的1/3。贝西默信托公司只为大账户服务：每个账户每年的最低管理费用为45 000美元，每个账户300万美元以下的资本按照1%收取管理费，超过300万美元以上的部分的费率则低于1%，并依次递减；对于投资"新兴市场"和外国证券的资本则按照1.25%的费率收取管理费（实际上，公司外国投资业绩表现不佳）。最近几年，贝西默信托公司业绩最好的是平衡投资组合——经营得相当好——其次是它的权益账户。

尽管如此，我还是要提个建议，贝西默信托公司——或者5 600号房间——永远别再按照菲普斯"家族计划"的模式来为客户定制信托协议了。

美国信托公司的沉浮

我们已经考察了家族理财机构。现在我们来看一下美国最古老的投资管理公司——纽约的美国信托公司（U.S.Trust Company）。美国信托公司于1853年开业，在当时其经营理念是相当先进的——不仅要做顾客的受托人，而且还要为他们提供投资建议。

那时，股票还是个新鲜玩意儿，在纽约股票交易所挂牌交易的股票一共才24只（时至今日，在纽约股票交易所交易的股票数量已经达到了几千只）。因此将资产分散投资于股票和债券的想法是不可能有的，更不要说购买共同基金和房地产投资信托了。信托投资的品种主要为房地产或其他有形资产等受托人或委托人可以亲自管理的资产。

不过，20世纪初，随着工业的发展繁荣，富有家族的资产通常分散到了许多公司里，因此这些富人需要有专业机构帮他们管理这些财富。应运而生的美国信托公司得到了认可。其他许多在19世纪末或20世纪初成立的著名的信托公司大多发展成了商业银行，信托业务成了它们的副业。美国信托公司虽然也有商业银行业务，但却一直将信托业务放在首位。现在美国信托公司是美国银行界少数几个专注于信托业务的银行之一。不过，它的顾客也不时地需要现金：即使是身价6位数的经理也需要借钱。因此，即使提前从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信托基金提款时要加收1/8个百分点的手续费——比其他银行都要高——美国信托公司的客户仍然很乐意这么做。他们看起来不在乎以额外的成本为代价提前支取现金。

美国信托公司曾经是银行信托业的骄傲：它有一批既聪明又经验丰富的信托管理人员，他们了解生活、金钱和家庭。我的外祖父、摩根银行的一位合伙人，就将自己子女和孙子的信托存到了这家公司。

但连续的成功使他们产生了自满情绪，于是问题出现了。"信托公司"(有段时间他们是这样称呼自己的公司的）几乎变成了一个俱乐部，完全丧失了在一个在困难重重、充满竞争的世界里生存所需要的那种顽强的开拓进取精神和创新意识。在这个世界，各种难题层出不穷：通货膨胀、高技术、社会变革以及日本人。美国信托公司过于追求优雅了，丧失了野心和竞争力。

当一家公司丧失对趋势的判断力时，那么它离投资失败也就不远了。在股票市场上，要想发财，你不能做每个人都在做的事。如果你陷入到一种集体兴奋或恐慌之中，那么你就要亏大钱了。避免这种事情发生的途径之一是，请一位经验丰富的强力管理者来主持大局，如摩根的朗斯特里特 · 欣顿（Longstreet Hinton)：欣顿对投资游戏了如指掌，并且被授权在有必要时进行变革。一位强力领导者可以挑选并控制有活力、有闯劲的年轻人，客户也会看到他的确对整个世界无所不知，而不仅仅是看到电脑打印出来的枯燥的表格。当这位强力管理者因为太老或其他原因离开之后，顶替他的可能是一位才智有限的年轻经理，于是，事情就搞得一团糟。之后，董事们可能会从公司的商业银行部门聘请一位新的管理者，委托他恢复管理秩序，并想法增加利润。不过，由于缺乏投资管理的经验，因此他可能无法改善公司的投资水平，而且在混乱局面下也难以制定出长远的战略。

美国信托公司付出了沉重的代价才重新学会了这些道理。它在20世纪70年代初的成长型股票狂热——"一次决策（One-decision）股票"谬论——中受到了沉重打击。那些鼓吹"一次决策股票"的人认为，一些上市公司——"漂亮50"或"纯洁的处女"——比其余公司的股票要强得多，因为这些股票值得永远持有。你闭着眼睛买就行了。当时，许多投资者都认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，购买这些股票将使管理变得容易，并能带来丰厚的利润。

可惜的是，1974 年及此后，这种信仰，以及华尔街的所有信仰，最终必然走向崩溃。"漂亮 50"中的许多股票——雅芳实业、宝丽来、施乐——的市盈率从 50、60，甚至 70 倍跌到不足 10 倍，有的市盈率还经常不到 1 倍。"树不能长到天上去"的道理再次应验了。那些高价持有这些股票的投资组合损失惨重。更糟的是，当市场开始复苏时，领涨的不是成长型股票，而是那些"烟囱"股——美国钢铁、通用汽车等等。

美国信托公司解雇了那些最爱"漂亮 50"的投资经理。不过，他们的继任者却抛掉了那些刚从最低位开始反弹的"一次决策"股票，转而买进了那些已经接近阶段性高点的"烟囱"股。

于是出现了新一轮的解聘潮，还有许多人自动辞职。美国信托公司研究部门的雇员人数大幅缩减，最极端时曾从 20 人减少到只有 4 人！这家银行已经有一个多世纪的历史了，并以经营从未中断而自豪。但是对客户来说，连续经营就是为他们服务的人员保持稳定，而不是法人证书上的经营日期的连续性。从 1976 年到 1979 年，美国信托公司养老金部门的主管走马灯似的连换了 5 个人，这能让客户有连续经营的感觉吗？

这些人事变动并没有提升公司业绩，事实上，在整个 20 世纪 70 年代中期，公司的业绩都低于平均水平。在《美国银行家》(*American Banker*) 杂志的一份报告中，美国信托公司原来的主打基金产品——养老金集合和利润分享账户——在 1978 年美国 172 家同类基金产品评比中竟然排到了最后一名。

除了投资方面的混乱，美国信托公司在政策上也出现了失误。这家银行开始向客户提供个人金融服务以及避税服务。避税投资有着固有的风险，否则税收中就不会有漏洞了。而且，美国信托公司的一些避税选择是具有灾难性的，其中包括霍姆斯特克石油（HomeStake Oil）违法避税案和西方财务（Western Properties）违法避税案，这些都导致了客户对公司的集体诉讼。这一系列事件的结果是，在 20 世纪 80 年代中期，美国信托公司管理的资本竟然比前 10 年减少了，一家曾经著名的资产管理公司居然落到这种地步，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在当时是非常罕见的。

最后，1979 年，董事们找到了丹尼尔 · P · 戴维森（Daniel P. Davison）。戴维森在摩根担保信托公司（Morgan Guaranty）工作了多年，毕业于哈佛大学，是在格罗顿长大的。他更像是一位商业银行家，而不是投资家。戴维森喜欢大刀阔斧地进行改革。研究过形势后，他干脆取消了避税业务以及许多个人金融计划业务。他还放弃了国际银行业务，并降低了养老金管理业务和向大企业借款业务的比重，这是因为美国信托公司规模相对太小，在这些方面没有多大优势。

几年之后，他最终做出了一个艰难的决定，美国信托公司必须彻底从商业银行业中退出来！以下是他对这次决定的解释（在原来基础上略有精简）。

> 简而言之，问题是商业银行市场已经大幅萎缩，但竞争者却大量增加。
>
> 商业银行市场的萎缩始于一种被称做商业票据相对不太活跃的金融工具脱离了其创立的初衷——为国际贸易融资——并挤进为企业存货和暂时性需要提供融资的市场，而这传统上一直是商业银行的地盘。
>
> 举一个例子足以说明问题：当我在 1962 年接到我的第一笔商业银行生意时，市场上共有 20 亿美元的商业票据在流通。当我和我的银行在 1987 年最终抛弃商业银行业务时，市场上流通的非金融性公司票据已经达到了 790 亿美元。
>
> 和大型公司在一起，商业银行很难有什么前景。一种更有效率的金融工具已经成形了。商业银行业务即将消亡，而且这种局面已经无法挽回。
>
> 就在此刻，迈克尔 · 米尔肯（Michael Milken）先生和“垃圾”债券也杀了进来。在我看来，历史又在重演——在仅剩的几个重要的商业银行市场上，又有一种金融工具开始“脱媒”（即，资金不经过商业银行而到达融资者手里）。据估计，到目前为止，这个高收益市场已经从 1977 年的 80 亿美元发展到了 1 500 亿美元。
>
> 外国银行很早就已在美国银行界站稳了脚跟，但直到最近几年才在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内贷款领域相对活跃起来。10年前，外国银行在国内工商业贷款市场仅仅占8%的份额。不过，根据最新的数字（1987年），它们在这个市场上所占的份额已经增长到16%。换算成美元，它们的贷款量已经从1977年的170亿美元增长到了1987年的910亿美元。

国会和州立法机构认定解决外国银行"惜贷"的方案之一是赋予它们更大的经营权限，允许他们提供工商业贷款。这次立法所带来的影响是多方面的。商业银行市场又来了一批信贷提供商，而这正是国内银行最不想看到的。外国银行贷款量增加的同时，它们也可能将蒙受巨额损失，而且这种损失可能会来得很快，而不是通过负利差逐渐形成。毫不奇怪，这些缺乏经验、争先恐后放贷的放款者是在自杀。原来的形势不佳已经发展成为全国性的灾难，如果这场灾难没有以金融危机的形式突然爆发出来，那么它完全可能会持续"闷烧"到21世纪。

经过大幅度的业务精简，戴维森将注意力集中在这家银行的传统业务——为富有客户管理信托和私人投资组合。"我认为最好还是集中精力练好基本的'阻挡'和'擒摔'[①]，"他说，并（他做了一个抱球绕圈跑的动作）"紧紧靠近本垒（home base）。"到目前为止，在经过了起初的痛苦之后，他的努力取得了成功。美国信托投资公司自有资本回报率得到了提高，投资组合的表现也达到了中等水平。公司还在市中心区西54街11号典雅美观的詹姆斯·古德温（James Goodwin）的老房子（由麦金、米德和怀特设计）里设了一个小型的营业部，这样更便于接近上等客户，同时公司的形象也得到了的提升（或巩固）。公司在棕榈滩也有一个装修漂亮的营业部。几年前还有人在谈论整个银行可能被卖掉，现在这样的消息再也听不到了。

公司请埃德温娜·桑兹（Edwina Sandys）为54街的营业部大厅设计了一座雕塑——一个正在遛狗的男人，这个男人很像公司的CEO戴维森。戴维森否认有职员帮助客户遛狗——不过，也许他们会雇人帮客户遛

① 阻挡（block）和擒摔（tackle）都是橄榄球运动里面的基本动作。阻挡指干扰对方队员为带球者开道的合乎规定的阻止，擒摔指擒住并摔倒（一名对方球员）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狗，更不用说做饭、女仆以及其他可以让客户省心的服务了。其他服务还包括帮助客户收拾疗养院，将零用钱转交给客户在寄宿学校上学的孩子，甚至还帮助他们打期末论文。公司还负责帮客户安排婚礼和丧葬仪式。另外，这些服务的高昂服务费以前是包括在总管理费用之内的，现在则是另行收费。

在戴维森的“统治”下，一些令人愉快的事物都消失了。茶水车和插满鲜花的巨大的花瓶现在都看不见了，8 间受托人陪客户吃午餐的威廉斯堡风格的餐厅中的 3 间已经被改造成了办公室。

为了避免由于持有过于激进的（而且错误的）头寸进而使公司整体业绩受挫的事重演，选股权事实上又被下放给了投资组合经理，而这原来一度是由公司上层领导拍脑袋决定的。从公司角度看，这样做要更安全一些，虽然从长期来看，这种做法不一定比让一个能干的人制定总的投资策略更好。

“有许多人声称同情和支持穷人、残疾人，以及无助的人，”戴维森说，“但是就目前我所知道的，我们是唯一敢标榜自己是反罗宾汉[①] 的人。”

家族理财机构还是投资顾问公司？

既然现在菲普斯以及其他富有家族已经愿意和家族外的客户分享他们的理财智慧，那么那些资产足够多的投资者是否应该利用这个机会呢？或者说，投资者是否应该找一位传统性的投资顾问呢？我认为因人而异，不存在一个绝对的答案。个人服务方面容易评价，比如一个旅馆：如果你需要的所有服务他们都有，那就是好的。但是评估投资就难多了。几乎所有的公司都可以有一个良好的业绩记录，如果可以自由选择起始时间并评估类别：例如，一个平庸的“权益”账户可以摇身一变，成为一个业绩良好

① 罗宾汉是 12 世纪英国民间传说中以勇敢、具有骑士品质和劫富济贫而闻名的绿林好汉。反罗宾汉原意指劫贫济富、与罗宾汉做法正好相反的人。戴维森这里所说的反罗宾汉是指为富人服务的人。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“平衡”账户。总之，业绩表现不佳的账户可以将成功账户合并起来，并使用它们的历史和业绩记录，就像当几家银行合并时，最老一家银行的成立日期就成了合并后银行的成立日期。因此，为了很好地评估投资业绩，你必须分析这些业绩是如何取得的，并在对事情了如指掌时再下结论。实非易事也！

以下是一些大概的意见。正如我在本章开始时说的，一个家族需要密切关注自己的托管人是如何管理这些资本的，就像一位君主监督他的政府一样。许多著名的家族理财机构没有尽到职责，致使其家族从此衰落。事实上，这也是迟早的事。因此一家公司有一个著名的、古老的名字不一定就是质量的保证，但却一定是价格的“保证”。如果你的家族由于过于轻信或过于大意而没有给予足够的关注，那么你的经济状况将比以前更糟。

其次，投资最终是单个人的事，就像狩猎一样，不是一个集体事务，如合唱。因此，你需要了解投资的决策者，而且为了评价他的决策，你还要尽可能熟悉他的投资手法。将他的解释一一记录。有许多优秀的投资经理由于太忙或过于分心而表现平庸。他们加入董事会，频繁外出旅行，到处发表演讲，写大量的信（甚至是书），和客户长篇大论。甚至有可能，客户频繁造反就足以令优秀的投资经理应接不暇。因此，客户需要留意主要的投资人员，但是尽量不要干涉他的工作。

最后，阅历丰富的人一般都能分辨出自己遇到的是一个尽心尽力、聪明能干的团队，还是一个只会阿谀奉承、故弄玄虚的团队。一个企业迟早都要达到最后一个阶段。规模大的也不例外。用诺思科特 · 帕金森（C. Northcote Parkinson）① 教授的名言来就说，成长意味着复杂性的增加，复杂性的增加意味着退化。并非所有的大公司都能保持卓越和杰出。用华尔街的行话讲，所有的机构都有走向平庸、无所作为和官僚主义的倾向。那么现在到了考虑变革的时候了。如果你有能力做出判断并不怕麻烦，那么你就能发现一个仍处于动态成长阶段的团队，并因此获益。不过，大多数试图寻找

① 诺思科特 · 帕金森（1909~1993），英国历史学家和作家，以讽刺官僚阶层低效无能而闻名，著有《帕金森定律》一书。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰出投资顾问机构的人都没有成功，这比找一家既好吃又便宜却不为人知的饭馆还要困难。

正如我们已经看到的，对于外部客户来说，和一个富有家族一起成为一个由家族理财机构转变而来的投资顾问公司的客户，应该确保这家公司有一个能控制局面的人，并能在必要时进行变革。但是不要对此想当然了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

乔治·米凯利斯：净资产收益率的倡导者

The New Money Masters

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔治·米凯利斯的母亲出生在俄国。1920年她去了德国由姑妈抚养，希特勒上台后她又移居布鲁塞尔。在那儿她遇到了米凯利斯的父亲——一位彩色相片化学品专利代理人。由于是犹太人，米凯利斯一家被迫于1940年年底从布鲁塞尔逃到马赛。乔治的父亲被维希政府拘留在比利牛斯山脉下的一个营地达6个月之久。被释放后，他们一家先是去了拉丁美洲的马提尼克岛，然后又到了加利福尼亚。在加利福尼亚，乔治的母亲开始从事与电影业有关的工作。不过，米凯利斯先生在到达美国两周内就去世了，留下了孤儿寡母，当时乔治才4岁。

当米凯利斯还是个孩子时，大家都认为他将成为一个画家。不过，在学校里，他发现了自己的数学天赋。当意识到通过画画来谋生不是一件容易的事之后，他丢掉了这个念头，从1954~1957年在加州大学洛杉矶分校专攻工程学。1958年在加州大学伯克利分校上了一学期后，他又转到了哈佛商学院攻读，并于1960年毕业。总的来说，他感到自己受到的教育远远不够，因为他过于偏重数学和工程学了。他十分清楚自己在一些学科上尚有欠缺，例如历史和哲学。他喜欢买这方面的书，但没时间看，这些书都被束之高阁了。结果，当几年前他搬家时，如何存放这些书便成了一个大问题。（我建议尽量从图书馆借书：纸条上的还书日期将敦促你在两三周之内把它读完。）

米凯利斯中等身材，身体结实，皮肤黝黑，嘴唇上蓄着黑而整齐的胡子，黑色的头发，头顶微秃，低低的额头上有几道很深的皱纹，操一口悦耳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的男中音。他 1982 年去太阳谷旅行时遇到了他迷人的第二任妻子米米。他前妻为他生的儿子正在加州大学伯克利分校上学。

商学院毕业后，他先后在诺顿 · 西蒙公司（Norton Simon）和威特克公司（Whitaker）分别从事过管理和金融工作。1969~1971 年就职于霍恩伯格（Hohenberg）合伙公司——这是孟菲斯一个棉花贸易商的家族企业，正打算进军风险投资领域。后来，他的一位在原始资本（Source Capital）工作的朋友格林厄姆 · 亨德森（Graham Henderson）邀请他去帮忙，原始资本是一只在纽约股票交易所挂牌上市的封闭式基金[①]。原始资本基金 1968 年由弗雷德 · 卡尔（Fred Carr）创建——名噪一时的“华尔街牛仔”之一。为了提高基金的业绩，卡尔大肆投机未公开交易的股票、私募证券以及没有流动性的“投资信股票”，以获得超额回报，这也是当时的流行做法。可惜的是，当 1969~1970 年股票市场处于熊市的时候，这只基金崩溃了。1971 年乔治 · 米凯利斯——他的投资观念与卡尔没有多大区别——就是在这样的背景下来到该基金的。1977 年他成了这只基金及其母公司——第一太平洋顾问公司（First Pacific Advisors）的主管。

他做得非常成功。1988 年夏天的统计表明，过去 15 年原始资本基金的总回报正好是标准普尔 500 指数的 3 倍：总收益率为 1 200%，而同期标准普尔 500 指数只增长了 400%，这个纪录只被 16 只基金超过，在所有权益基金中排到了前 5%。从 1977 年米凯利斯成为总裁起一直到 1987 年，基金的复合年总回报率为 19%。在封闭式基金的业绩排名中，原始资本经常排到第一名。

原始资本基金曾连续多年出现高折价[②]现象。（沃伦 · 巴菲特在原始资

---

① 根据基金的受益凭证是否可赎回，共同基金可分为开放式和封闭式两种。开放式基金是指基金发行总额不固定，投资者可以随时以基金单位份额的资产净值（不考虑手续费）为价格在规定的营业场所申购或者赎回的一种基金。而封闭式基金是指事先确定发行总额，在封闭期内单位总数不变，基金上市后投资者可以通过证券市场竞价买卖基金单位的一种基金。封闭式基金的市场价格可能高于资产净值产生溢价，也可能低于资产净值产生折价。——译者注

② 在国内外资本市场上，封闭式基金都存在持续的高折价现象，这难以用传统的有效市场理论加以解释，人们把这种现象称为“封闭式基金折价之谜”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本基金市价只有净资产价值一半时买进不少。）因此，1976年管理层决定每年按净资产价值的10%分配红利。这个办法非常有效：基金折价大幅减少。当然，如果基金当年的收益没有达到10%，那么管理层就只有用资本金来支付股东红利了，但实际上，这种情况只在1987年发生过一次。基金的分红在12年里增加了14次，共增长了150%。

米凯利斯坦言他不会把投资回报最大化放在首位，因为他风险承担能力有限。他保持高度的流动性：其资产组合中的现金头寸最低为10%。在1987年大崩溃发生时，他的现金头寸为20%，而1988年中期为18%。“你在投资时必须想到市场有可能会发生百年不遇的暴跌。”他说，“这似乎是不大可能的，不过，一旦发生这种情况时，你首先要做的是生存下去。”1974年的市场情况还不算最糟，他补充说。

米凯利斯尽可能避免遭受重大损失，而且在股市开始突破上行时，他也不介意业绩低于平均水平。不过，他管理的基金业绩一直非常稳定，基金的回报率从1973年到1988年只有一个季度是低于标准普尔500指数的增长率。在可怕的1987年第四季度，他的基金仅下跌了13.5%，而同期标准普尔指数下跌22.5%。

“一个人必须理解消息面和情绪之间的相互作用，因为它们轮流响应市场。正如资本监护信托公司（Capital Guardian Trust）总裁罗伯特·柯比（Robert Kirby）所说，‘股票比它们所代表的产业的波动性更大。’因此，一位成功的投资者必须能够控制他的情绪。在投资这一行，有很多方法都可以获得成功，但是你必须知道你自己擅长什么，并做到扬长避短。我的性格不喜欢冒险，因此当我没有处于不利的境地时，我就心满意足了”。用我自己的话说就是，如果你的神经过于脆弱，就要知道见好就收，不要过于冒险。

他认为自己并不是一个反应很敏捷的人。“我知道这一点，”他说，“但我喜欢按照自己的方式做事，这样我就不至于被难以避免的挫折吓跑。”米凯利斯没有买过十分火暴但波动很大的成长型公司股票。如果在HRB公司（H&R Block）拥有全国1%的报税业务时他很走运地买进了它的股票，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在该公司拥有全国2%的报税业务时，他一定会将这只股票卖掉，所以，他很少购买成长型公司股票。

本杰明 · 格雷厄姆的投资信条是购买价格低于实际价值的资产。米凯利斯对此做了一点变异：盈利能力和资产一样重要，因此要尽量购买市盈率低的股票。如果合适，米凯利斯以等于或高于资产的价值的价格购买盈利能力非常好的公司的股票。

米凯利斯说，他的做法很容易理解。他看好的公司一般具有以下几个特点：

1. 它们都是高利润的企业：一般地，这些公司的净资产收益率[①]（return on equity）和总资产收益率（return on total assets）都很高。而且，高净资产收益率要应该具有可持续性。

2. 它们的盈利能力不受商业周期的制约。

3. 它们成功的原因是可以确认的。净资产收益率高达25%~30%通常是有很好理由的。如果他看好的公司有这么高的回报率，那么他总是希望找到这些理由。找到理由后，他还要评估这种高回报率的可持续性。然后，他才会对整个投资有足够的信心。

米凯利斯不喜欢负债经营。他所持有的公司的资产负债率一般在15%左右，而标准普尔500指数的成分股平均为25%。利润高的公司一般没有太多债务，而且这些公司中有债务的公司的负债水平也有下降的趋势。因此，这些公司的安全性有额外保证。而且，如果出现好的投资机会，那么那些现金比较丰富的公司就能抢先抓住机会。

由于强调高净资产收益率和低负债率，米凯利斯没有投资过初创企业和那些多年以后才会有（但是也可能没有）盈利的公司。他持有的公司都是有

① Return on Equity (ROE) 一般译为权益报酬率，是衡量上市公司盈利能力的重要财务指标，等于公司净利润与所有者权益的百分比。其中，净利润一般是指公司税后净利润（扣除优先股红利，但不扣除普通股红利）。所有者权益指普通股的账面价值。由于，在多数情况下，净资产也等于所有者权益，所以该指标又被称为净资产收益率。目前，国内通常将ROE称为净资产收益率。中国证监会在2001年4月发布的《公开发行证券公司信息披露编报规则第9号》中，对净资产收益率提出了更严格的计算公式。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着很长的稳健经营历史、业绩良好的公司。

“例如，凯洛格公司（Kellogg）就是一家非常成功的公司。”他说，“我试图找出它成功的原因，最终，我领悟到它的成功源自规模经济效应。由于这家公司控制了40%的市场，而且其规模是主要对手的两倍半，所以他们可以更有效地做广告和生产，而且他们的消耗模式也比那些市场占有率较小的公司稳定。因此，即使凯洛格连续5年经营状况不佳——这从未发生过——其损失也只是丧失一些市场份额。其基本盈利能力不会受到影响。

“产生现金的能力是衡量盈利能力的重要指标。例如梅尔维尔公司(Melville)，我们从1970年起一直持有该公司的股票。你能想象一家总资产在3.5亿美元左右的公司10年内竟然产生了20亿美元的现金吗？梅尔维尔公司做到了这一点。实际上，凯洛格与之很类似：唯一的区别是他们利用现金的方式不同。梅尔维尔之所以能如此出类拔萃，是因为其所处的行业具有很高的进入门槛，它在这个行业里几乎没有竞争对手。

“梅尔维尔公司的管理层在购物中心的商店经营上做得非常出色，并将他们在鞋类零售方面的技巧应用到了服装、药品、玩具以及家庭装饰用品上。当然，最大的问题是，将来还会和过去一样吗？

“梅尔维尔最近10年的净资产收益率平均为24%，而最近5年的平均净资产收益率平均则为23%。公司盈利连续14年保持增长，而且过去24年只有1年盈利略有下降。最近10年，公司的销售、盈利、红利和账面价值每年都以接近15%的速度增长。

“10年前，梅尔维尔有3.54亿美元的权益资本，7 400万美元的长期负债，以及1.29亿美元的现金及现金等价物。在过去的10年里，梅尔维尔公司通过内部融资的方式共筹集了10多亿美元的资金用以投资和收购，并支付了约6亿美元的红利，同时债务减少了2 000万美元，现金增加了超过2亿美元。这么多的现金积累是梅尔维尔高净资产收益率的结果。

“我们预见到了梅尔维尔公司强大的盈利能力所带来的盈利和红利的持续和高速增长。在过去的4年，这笔投资已经给我们带来了21%的复合年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率，不过这种收益率并非通过买进被低估股票然后等待市场重估获得的。这只股票确实被市场重估了——市盈率从 10.5 上升到 12.0——不过，即使剔除重估的因素，这笔投资的复合年回报率也有 18%。换句话说，我们所获得的投资收益主要来自于分红，而不是资本利得。

"另一家我非常喜欢的公司是班达格（Bandag），这家公司的业务你们也能理解。这家公司在预硫胎面胶行业处于主导地位，预硫胎面胶是进行轮胎翻新需要的一种原料。罗伊·卡弗（Roy Carver）发展了这个行业，并将其发明的许多技术申请了专利。这家公司现在由他的儿子马蒂·卡弗（Marty Carver）管理。该公司的精华是其庞大的经销体系，其秘密在于班达格已经控制了美国几乎所有重要的卡车服务市场。他们想尽一切方法使其经销商有利可图，而且其业务不仅仅局限于轮胎。他们向自己的经销商提供了各种服务和建议，这点看一下他们的经销网络就清楚了。例如，如果他们发现一个经销商有一套先进的计算机系统，那么他们就将这套系统介绍给其他人。这样，他们的生意财源滚滚，公司的净资产收益率非常高，而且有大量的现金。他们还用现金回购过自己公司的股票，过去 10 年，已经有 40% 的公司股票被他们收了回来。

"威达信公司（Marsh & Mclennan）也是我喜欢的公司，该公司和非上市公司约翰逊—希金斯（Johnson & Higgins）公司一起组成了世界上最大的保险代理公司，其客户包括许多《财富》500 强公司。现在，威达信公司已经收购了伦敦的保赢（Bowring）公司以及这家公司在全世界的业务。结果，一些超大型公司客户纷至沓来：能够代理这些超大型公司的保险业务的保险公司只有那么几家，它必须选择一家。就同一行业而言，虽然美国国际集团（AIG）经营状况也很好，但是威达信的资本回报率要高得多，而且内部风险要低很多，因此威达信的表现自然优于美国国际集团。加州第 103 号提案规定了汽车保险费的最高金额，这不是一个好兆头。加州的那些老牌的保险代理公司肯定正在做公关努力。不过，虽然如此，威达信应该不会受到的太大影响。

"在保险界，克劳福德（Crawford）公司是最有趣的。该公司是国内最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的保险理赔公司之一：其索赔清算业务量相当于其他保险理赔公司业务量之和。他们在各地都有办事处——在美国和加拿大共有700多个办事处。如果一家公司需要保险索赔而他们在当地又没有办事处时，那么克劳福德公司将是一个不错的选择。一家更大的公司进入克劳福德的市场区域去和它竞争是不明智的，因为他们很难撼动克劳福德的市场地位。当克劳福德的理赔业务市场份额从1/4左右增加到1/3强时，该公司获得了巨大的规模经济效益。当然，与其他那些最近利润大增的保险公司比起来，克劳福德的业绩不是特别突出，但是却极其稳定。

"财产保险正在走下坡路，而且市场却没有区别对待：如果保险公司不受欢迎，那么威达信集团和克劳福德公司也一样会不受欢迎，太不合逻辑了。未来几年，威达信每股收益应该能达到4~5美元之间，而且以后会增长到7~9美元。其间，这只股票可能会出现跳跃式上涨。当这种情况真的发生时，你将来不及进入市场抓住这次机会。换句话说，最好的办法是现在就持有它，然后耐心地等待股价上涨。

"百时美（Bristol-Myers）公司是另一家非常有趣的公司，我们持有很多这家公司的股票。该公司盈利连续35年出现增长，净资产收益率为25%，有大量的现金，而且基本上没有什么债务。不过，这家公司的股票目前受到了冷遇，因为据传该公司在婴儿食品行业即将受到来自雀巢公司的强大竞争。另外，这个行业的许多公司都受到了政府的资助，现在政府规定以后企业通过竞标的方式获得这些资助，这意味着这个行业竞争将更加激烈。另外，雅培公司（Abbott Labs）也处于同样的境地。不过，它们所面临的问题都是短期问题：虽然盈利水平有所下降，但是公司的盈利增长率却没有降低多少。雅培和百时美股价走弱都是出于相同的原因：婴儿食品行业的净值，而且，雅培在这方面受到的影响要大些"。能同时持有这两只股票吗？米凯利斯的确是这样做的。"这两只股票有些不同。百时美是我喜欢的类型，而雅培盈利增长更快，但分红却少些"。

尽管IBM股价一直处于高位，但是米凯利斯仍然对其仍抱有极高热情。即使在坏年景里，IBM的净资产收益率也能达到20%~25%，持有的现金超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过了负债，而且，由于IBM比其竞争对手大得多，所以它可以更有效地将资金用在研发上。“IBM在20世纪80年代初就设定了远大目标——大型机销售额增长15%~18%。但是，由于美元升值和低油价等因素，大型机的销售情况并不尽如人意。而且，计算能力的快速发展导致许多大型机无人问津。由于IBM奉行不解雇员工的政策，这意味着几年之内公司利润都将受到影响。不过，现在IBM引进了中型机生产线，而且人员得到了缩减，公司业绩有所恢复。IBM的中型计算机AS400销量非常可观。因此，最近几年，公司盈利有望保持在5%左右。目前，IBM的市盈率在10倍左右，可以说是被低估了。IBM公司正疯狂地回购股票，而且5年内能有望第一次增加分红”。

米凯利斯对罗尔（Rohr）公司的投资是一次失手。他虽然在这家公司发现了一些他喜欢看到的经营指标和财务指标，但是却忽视了一些危险之处。罗尔公司在一个特殊的行业——飞机发动机机舱和着陆装置——具有很强的专业优势。它几乎没有任何竞争对手，除了那些飞机制造商——这些零部件它们也可以自己制造，但是它们很少这样做。因此，罗尔公司在这个行业占有了90%的市场份额。它将这些零部件卖给诸如麦道、空中客车和波音之类的飞机制造商。这家公司很明智地拒绝退出自己占主导地位的行业。当米凯利斯买进这家公司的股票时，它基本上没有负债，而且有一大笔资金储备。不过，他忽视的是罗尔公司的许多项目已处于后期阶段，因此才会产生大量净资金流。这家公司在与飞机制造商谈判中没有多少优势，例如，波音可以自己来做这些项目。当罗尔公司产生了一个高达1.5亿美元的负现金流时，公司的现金储备被耗尽了。米凯利斯在1987年9月将这只股票卖掉，勉强算有点利润。

价格意识

米凯利斯关注着大约300家公司，但只有当一家股票看起来特别便宜时，他才会考虑买进。米凯利斯通常对每只股票都有一个目标价位。当股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌至目标价格以下时，他就开始购买；价格越跌，他买得越多。他说，他从不奢望自己全部或大部分股票都是以最低价买进的，因为他可能会买得太早，但是他希望当股票跌至谷底时他仍然有资金继续买进。

当股价略有高估，米凯利斯就打算卖出了。他有时也怀疑自己太急着卖了。他把自己形容成一个“一垒打选手”，总是见好就收，从不刻意追求“二垒打”或“三垒打”。因此，正如前面提到的，他在 1986 年年底以 25.5 美元的价格卖掉了 HRB 公司的股票。这只股票他已经持有了很长时间，不过现在他觉得这只股票有点贵了。“HRB 公司是一个很棒的报税代理公司：没有存货，没有应收账款，而且没有固定资产。但是其成长空间已经很有限了。因此问题是，公司的现金除了用来支付很高的分红，还能用来做什么。因此，当这只股票的价格处于高位时，投资者最好不要追高，换句话说，当这只股票的价格被高估时就不应该继续持有了。”

在购买一只股票时，米凯利斯喜欢分批建仓。“要对一只股票的走势产生‘感觉’，你需要先持有它一段时间。除此之外，没有更好的办法。”他说。

他很少依据某种概念投资，例如，“美国正在老龄化，因此投资在……”“拐杖产业。”我建议说。米凯利斯笑了。

财务公司债券

至于债券，米凯利斯要么不愿意承担任何信用风险，要么要求获得显著的风险补偿。如果要在 AA 级债券和 AAA 级债券之间进行选择的话，他从来不会买 AA 级债券，因为 AA 级债券的利率只比 AAA 级债券高 30 个基点，不值得买。当他看好债券市场时，他会购买政府债券。另一方面，如果价格合适，米凯利斯也愿意“玩一把”高风险债券。投资股票时，他希望公司资产质量越高越好，但在购买债券时，他很乐意买那些有可能破产的公司的债券。例如，在德士古（Texaco）公司宣布破产之后，他持有的这家公司的债券得到了清偿，让他大赚了一笔，与此类似，当几年前克莱斯勒陷入财务困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境时，他购买了克莱斯勒财务公司的债券，并获利颇丰。

他声称自己非常了解财务公司。当总公司破产时，其旗下财务公司的优先债券是相当安全的，一般都能得到清偿，除非有诈骗发生。就他了解的情况看，在最近发生的每一次公司破产或潜在破产中，其下属财务公司的风险都比母公司要小得多，因而代表着很好的投资机会。例如，他在国际收割机公司（现在的耐维斯达公司）旗下的财务公司的债券上就取得了辉煌的成功，他现在仍然持有该公司的债券，并希望持有至到期日。

“如果市场担心一家财务公司有可能破产，那么其债券包括优先债券的价格一般都会比票面价值折扣很多，因此购买这样的优先债不可能亏钱，”米凯利斯说，“前提是这家公司大量资产净值。”如果这家财务公司真的破产了，那么利息支付将停止，于是积攒起大量的现金，因此债券持有者提前清偿的要求很快就可以得到满足。如果它没有破产，那么就相当于你买到便宜货了。他举了蒙哥马利—沃德公司（Montgomery Ward）和国际收割机公司的例子，尽管这两家公司都没有破产，但是他在这两家公司的债券投资都获得了可观的回报。

当 LTV 钢铁公司（LTV Steel）破产时，该公司的一家子公司有两只以他们在印第安纳的工厂为担保的债券发行在外，而那家印第安纳工厂的设备在 LTV 钢铁公司中是最先进的。当 LTV 钢铁公司被迫按照美国《破产改革法案》第 11 章申请了破产保护的当天，米凯利斯以远低于票面价值的价格买下了他可以买到的所有债券。这两只债券按照平价得到了清偿。类似的，当威克斯（Wickes）公司破产时，他已经早有准备了，因为他一直盯着它的子公司——甘布尔信贷（Gamble Credit）公司。

现在有一大批投资者对这种投资策略很感兴趣，例如 R. D. 史密斯合伙公司（R.D.Smith & Co.）的兰迪 · 史密斯（Randy Smith），互助股份公司（Mutual Shares）——其资产从 1982 年的 1.5 亿美元增长到 1988 年的 20 亿美元——以及马丁 · J · 惠特曼（Martin J. Whitman）。惠特曼现为耶鲁大学的一位兼职教授，他经常雇人在法庭内外打转，以搜寻公司破产消息。由于使用这种策略的投资者在不断增加，因此这种投资策略的收益也开始逐渐降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低。不过，米凯利斯仍然喜欢投机这种高风险债券，因为这个市场独立于股票市场。例如，在 1987 年，尽管股票市场下跌了 30%，他在德士古公司债券的投资仍然有 40% 的收益。在投资高风险债券方面，米凯利斯一直偏好优先债，因为他不想花大量时间研究非优先债券的价值，估算这些债券的价值是一项相当复杂的工作。

特种债券

一些通过借债调整资本结构的公司有时会发行次级债券（junior bonds），如多媒体（Multimedia）公司和哈特－汉克斯（Harte-Hanks）公司。这两家公司的次级债券在 5 年内都是零息债券，不过在 5 年后可以转化为年息 16% 的有息债券。这两家公司的经营状况没有任何问题。哈特－汉克斯公司的零息债券的价格正在上涨，因为该公司正在回购这些债券。米凯利斯卖掉了它们，并买进了多媒体公司的次级债券，而且他在这只债券上已经持有了一个非常庞大的头寸。现在的问题是，当这笔投资收回以后，还有哪家公司的次级债券值得购买。

至于防御性投资品种，米凯利斯认为在欧洲市场上发行的可转换债券（欧洲可转债）要比在美国国内市场上发行的更有投资价值。许多美国和外国公司都发行欧洲可转债。实际上，所有的欧洲可转债都是 15 年期，而国内市场上的可转债到期时间一般都是 25 年。另外，许多欧洲可转债在发行 5 年后，持有者可以自由选择是否将所持有的可转债由发行公司赎回。欧洲可转债的赎回价格一般远高于发行价。而且，有些欧洲可转债是优先清偿的，这在国内市场上很少见。这种优先债的信用风险相当低，这非常有吸引力。

例如，福特汽车公司发行了许多优先级的欧洲可转债，到期日从 1983 年到 1988 年不等。米凯利斯在 20 世纪 70 年代末和 80 年代初买了一些这种债券，以等到福特公司盈利能力恢复后再转化为股票。这些债券的期限相对较短，而且可以具有优先清偿权，因此投资这种债券比直接购买福特公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普通股要安全多了。现在，这些欧洲可转债都已经转成了股票。

虽然米凯利斯主要关注美国公司，但有时他也会买进那些有吸引力的外国债券。朗赫（Lonrho）是一家总部位于英国的大型跨国公司，主要业务包括自然资源开采、出版和度假胜地酒店经营等。在公司现在的管理层长达 25 年的经营下，朗赫公司取得了极大的成功。1987 年年初，互助股份公司的迈克尔 · 普赖斯（Michael Price）购买了朗赫公司大量的普通股，米凯利斯意识到朗赫公司的可转换债券很有投资价值——这只可转债的价格低于其 115 美元的转换价值，并且朗赫公司承诺将在 1991 年 4 月以 118 美元的价格将它们赎回。这种可转债可以全部转成权益，而且即使没有机会转成权益，按照公司承诺的赎回价格，投资收益也还是过得去的。一些著名的英国公司会时不时提供类似的机会，如皮尔森（Pearson）公司和费森斯（Fisons）公司，美国公司在发行可转债时有时也会提供这种机会，如美国名牌（American Brands）公司、通用电气、哥伦比亚广播公司（CBS）、柯达、圣保罗保险公司以及德士古公司等。

衍生工具

米凯利斯不相信期货、期权、对冲、“保险”以及其他正在市场上迅速泛滥的金融工具。

他认为许多人之所以投资失败，不是因为不够聪明，而是因为聪明得过头了。智力比较活跃的投资者容易被那些既深奥又优雅的概念所吸引，如复杂的衍生工具，从而无法专注于一些更基本的真理或者说事实真相，尽管这些真理或事实真相浅显易懂。他举了一个例子，“比如说 CMOs——抵押担保债券（collateralized mortgage obligations）。一家银行可以将抵押贷款所产生的收益拆分成三种独立的现金流：短期、中期和长期，并发行相应期限的抵押担保债券。那些希望尽快收回投资的投资者可以购买期限为 5 年的抵押担保债券，而长期投资者则可以购买 25 年期的。这种发明非常好，非常聪明。但是，当市场崩溃时，对这些债券的定价将是异常混乱的——你如何才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能将每只收益流都折现成现值。如果再考虑到抵押贷款的提前清偿权——市场中的投资者许多甚至都没听说过——问题就更复杂了。现在，所罗门和美林已经为抵押担保债券建立了一个名义市场，但如果真实市场崩溃，他们将很难处理。到那时会一片混乱。比如，我们来看一个普通的抵押担保债券市场：政府国民抵押贷款协会（Ginnie Mae）曾经招标发行一种抵押担保债券，但是最终中标利率竟然比原先设想的高了2%~3%，这还是在一个完全正常的市场上"。

"在1985年开始的债券市场牛市中，利率从14%降到7%，抵押贷款银行停止了发行抵押担保债券，不再为其持有的抵押贷款所承担的利率风险提供对冲。那些没有发行抵押担保债券的银行大赚了一笔，而那些将抵押贷款的久期和抵押担保债券的债务相匹配的银行则表现平平。后来，1987年3月债券市场突然下跌，那些没有发行抵押担保债券的银行被迫冲进期货市场对冲利率上升的风险。事实上，这种做法是极其无效率的——我们进入期货市场2~3个月，仅获得约15%的收益。因此，抵押担保债券的出现本来是为了降低银行承担的风险，但是实际上效果却并不理想"。

资产丰富的公司

米凯利斯指出，由于杠杆收购（LBO）狂潮，资产很廉价的公司已为数不多。无论规模如何，现在符合本杰明 · 格雷厄姆标准的几乎没有了。

如果说还有这样的公司的话，那么很可能是在高技术行业，不过这个行业现在仍然不太景气；这些公司许多都有大量现金——每股现金含量几乎接近股票价格。

"好，"我说，"但是问题在于，你知道，许多高技术公司持有现金是为了达到自己的目标。因此，这些现金不一定能变成资产，而且不会形成真正的利润，只能给投资者展示一个高科技前景。"

米凯利斯被逗笑了，他讲了戴西系统公司（Daisy Systems）的故事。"1987年大崩溃前，我第一次注意到戴西的时候，其股价为7.5美元，没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务，而且每股现金含量为 4 美元。大崩溃后，他跌到 5 美元。我和我妻子以 5.5 美元的价格买了一些。后来，这只股票的价格翻了一倍，股价在 10.5 美元我卖了一些。随后，股价又跌到 8 美元。突然，戴西成了几家公司的竞购对象。于是，它不得不降低流动性以减少自己的吸引力，并大量借债。现在这只股票已经跌到了 4.25 美元”。

管理层的诚信

米凯利斯讥讽道，一个非常有趣的现象是，市场会通过有表决权股票对无表决权股票的升水或折价来反映投资者对公司管理层诚信度的评价。“例如，国际度假胜地公司有投票权股票曾出现了很高的升水，这意味着市场认为唐纳德 · 特朗普会滥用他的职权——他的确是这样做的。相反，现在布朗弗里曼公司（Brown Foreman）有投票权股票的价格低于无投票权股票——投资者对管理层的诚信和公正充满信心。”

米凯利斯又说，他偏好那些管理层具有老派的新教徒式工作道德的公司，而且最好这家公司的管理层长期稳定不变并持有公司大量股份。如果一家公司的管理层总是想着为自己谋取私利而不是维护股东利益，那么他们还拿高薪水就太过分了。

投资管理

米凯利斯说沃伦 · 巴菲特常在电话中问别人，“你正在买什么股票？”一次，巴菲特在和米凯利斯一起散步时说，“告诉我你认为最好的三个投资理念。”但是巴菲特从来不提自己的交易。确实，他不太希望走漏风声，被投资者跟风。例如，当他开始买进 20 世纪工业公司的股票时，由于消息被泄露，这只股票的价格开始上涨，从 16 美元涨到 20 美元，而当时市场正处于熊市之中。而三四年前，市场还不会对巴菲特的交易做出多大反应：当时，许多投资者都知道他在买通用食品，但是没人在意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

米凯利斯认为为公司管理养老金基金的业务在未来可能不太好做。第一个原因是大多数养老金计划都存在过度集资的问题，因此未来养老金基金规模的增长速度将降低。第二个原因是并购，米凯利斯为太平洋西南航空公司（PSA）管理养老金基金的经历说明了这一点。这家公司养老金基金部门的负责人是里克 · 古林（Rick Guerin），他将公司的养老金基金交由几家价值投资导向性的基金管理公司管理。后来，美国航空（USAir）收购了太平洋西南航空公司，并认为养老金基金的管理者过多，于是米凯利斯失去了这个客户。

业绩监督

你怎么看业绩监督？

"这也是不得已而为之。业绩监督让那些公司投资者变得更加短视，而这对它们是不利的。20 世纪 70 代末，在 1974 年股市崩溃和《员工退休收入保障法案》（ERISA）通过之后，许多公司投资者认定它们需要受到保护以免大银行信托部门失职，于是业绩监督行业迅速繁荣起来。70 年代初，那些大银行的信托部门劝说他们的公司客户将养老金基金投资到那些股价被严重高估的'一次决策'股票上——这种股票当时曾受到市场的狂热追捧。但是，1974 年，股市下跌，尤其是那些'一次决策'股票更是出现集体大幅下挫的情况。事后，这些公司的财务主管意识到他们自己公司的股票要远比投资顾问推荐的那些高市盈率的股票有吸引力，于是，他们对那些投资顾问失去了信心。因此，业绩监督者看起来似乎可以提供现成的解决方案。但实际上，这些方案起不了多大作用。它们告诉你如果未来再发生这种事情该如何做——但是实际上不可能再发生这种事情"。

"巴尔 · 罗森伯格（Barr Rosenberg）领导的 BARRA 公司最近提出了一个构想：构造'标准投资组合'。它们主张按照以下几个标准构造'标准投资组合'：大市值、小市值、β 系数、高科技、成长性，等等。然后，以'标准投资组合'而不是标准普尔指数做参照来评价养老多基金经理。这是咨询公司的梦想，因为它们可以随时改变这些'正态投资组合'，这样客户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将更加依赖它们了”。

“咨询公司已经走马上任了，”我建议，“你最好打开自动驾驶仪。”

“完全正确。”米凯利斯说。

投资建议

前面已经提到过，米凯利斯青睐凯洛格、梅尔维尔、班达格、威达信、克劳福德、百时美以及 IBM。他不会投资那些一旦经济衰退就会遭受沉重打击的公司。他非常看好百时美和梅尔维尔。但是，现在全国工厂设备利用率已经达到了 8 年来的最高水平而失业率却是 14 年来的最低的，因此，未来的经济形势不容乐观。1988 年夏天，他认为股票比 1987 年夏天要“便宜”，但是利率过高，而且可能会进一步上升（不久，短期利率就出现上涨）。因此，许多股票的市盈率在 12%~13% 之间还是可以接受的，但是这些公司要达到前几年 8~9 倍的市盈率仍然有很长一段路要走。

米凯利斯评论道，在 20 世纪 70 年代，许多著名公司的股票的价格都处于相对较低的水平。当时，如果一只股票涨得过高，那么投资者可以将其卖掉然后购买那些仍然被低估的股票——这种机会太多了。例如，当 HRB 公司股票被高估时，他卖掉了这只股票，仍然可以找到大量投资机会，并买到了 Deluxe Check Printers 公司的股票。今天再这样做已很困难了。他没有预见到那些优质公司的股票会有这么多人买，以至于一旦将这些股票卖掉就很难再找到好的投资机会了。因此，米凯利斯认为今天过早卖掉优质公司的股票是非常不明智的。

当市场上股票的平均市净率为 2 倍而且平均股息率刚过 3% 时，平均市盈率可能下降，也可能提高。确实，在过去 5 年里，股市平均市盈率提高已经成为权益投资收益的最主要来源，即使在可以买到便宜股票时。因此现在发现那些非常、非常优质的公司将有超额回报：引用罗伯特 · 柯比的话说就是“咖啡罐型股票”——那些你可以 5 年不管不问并对其稳步升值充满信心的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

约翰·内夫：价值投资的奇才

The New Money Masters

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果金融业业内人士需要找人帮他理财，那么他会选择哪位基金经理呢？

一个最佳人选是大多数非金融业人士甚至都没有听说过的：宾夕法尼亚州伯温市的约翰 · 内夫。内夫为人低调，不爱张扬，故投资界之外认识他的人很少。他无论看上去还是做起事来都不像华尔街的风云人物，而像是一位来自中西部的经理：住在一座远离市区的漂亮舒适的房子里；和妻子已经厮守了30多年；整天穿着一身朴素、老式的衣服，还有点凌乱；没有华丽的玻璃墙面办公室，在书房里办公，里面乱糟糟的，到处都是纸张，让人联想起大学系主任的办公室。他很少上报纸，更不用说在闲话栏找到他的名字了。费城美因莱恩社区（Main Line society）的人从来没有听说过他。不过，他确实是全美国最杰出的投资奇才之一。事实上，据我所知，在好几次民意调查中，许多基金经理都会选择内夫为自己理财。

内夫管理温莎基金（Windsor Fund）已经24年了。到1988年，温莎基金的复合年收益率为14.3%，而同期标准普尔指数只增长了9.4%。最近20年，他还管理着双子座基金（Gemini Fund），这是一只封闭式、双重型① 基

① 双重型（dual-purpose）基金是一种封闭式基金，该基金将资产投资于两种类型的有价证券，一类是获取稳定收益的（如优先股和债券），一类是取得资本利得的（如普通股）。购买收益型部分的基金投资者只能获取投资所带来的各种当前收益，不能取得资本利得，而购买资本型部分的投资者只能获取投资所带来的所有净资本利得，却不能取得其他各种收益。该类基金到期时，收益型部分的基金可以按固定价格赎回或转为开放型投资基金，资本型部分的基金可直接转化为开放型投资基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。这只基金的复合年收益率为同期标准普尔指数增长率的两倍。此外，他还连续十几年管理着合格红利组合基金 I（Qualified Dividend Portfolio One），这只基金的收益率也几乎达到了同期大盘涨幅的两倍。他管理的基金几乎年年都能排到所有基金的前 5%。因此，内夫能取得这样的投资业绩并非偶然。尤其令人惊奇的是，尽管他现在管理的基金规模比以前大了很多，但是他仍然能保持同样的业绩。温莎基金本身已连续多年跻身于资本过 10 亿美元的超大型基金之列，而且到 1988 年年末，这只基金的规模已经达到了 59 亿美元，成为了全美最大的权益型基金之一。

内夫是一位价值投资型基金经理：他只买那些非常便宜[①]且市场表现不佳的股票；而且他总是在他认为股价很高或走势很强时卖出。他总是买进那些不活跃、不起眼的股票，用他的话说就是“被误解的、满面愁容的”的股票，而当市场重新发现它们，并将它们推高到合理价位甚至超出时，他开始卖出了。从这点看，内夫是一个典型的反向投资者。

内夫与他的同行的区别在于，他始终坚持分红至上的原则。内夫指出市场通常愿意为成长型股票支付高价格，不过这些股票有两个缺点：首先，它们夭折的风险较高，就是说，它们的成长性在得到市场承认后不能持久；其次，你能从那些成长性较差但是即将分配很高红利的股票上得到更好的回报。

内夫是这样论证自己观点的：假设你 1 月 1 日买了一只股票，其盈利以及股价一年内将增长 15%[②]，但是这家公司不得不将全部现金用于再投资以支持这种增长。因此，你没有得到任何分红。不过，12 月 31 日你将股票卖掉可以得到 15% 的资本利得。相反，假设你买的是一只成长性略差的股票，比如 10%，但却有一个不错的分红，比如 5%，因为它不需要为保持高增长而进行再投资。这样，到年底你仍然可以得到 15% 的收益：这些收益一部分是来自于盈利和股价增加 10% 所带来的资本利得，另一部分是你已经装

---

① 在价值投资型投资者看来，衡量一只股票便宜或昂贵的指标有很多种，其中最主要有市盈率、市净率以及净资产收益率等。——译者注

② 隐含假设：该股票市盈率保持稳定，因此股价将和每股盈利同步增长。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进口袋的 5% 的分红。

这两种策略何者更优呢？内夫确信是后者，因为它的风险比较低。

当然，长期以来，股息税要比资本利得税高得多。因此考虑到税收因素，成长型股票更具吸引力。但是，现在两种税的税率已经非常接近了。另外，内夫管理的资金大部分都是免缴股息税和资本利得税的，如养老金基金。

除了税收方面的考虑，市场更看重成长型股票部分是因为个人投资者在评估投资业绩时只考虑资本利得因素。事实上，只是在市场被机构投资者主导之后，总收益才成为市场衡量投资业绩的主要标准。另外，投资者在评估自己的投资组合时，非常喜欢看到账面上出现大量的资本利得，而对他已经获得（或没获得）的收入却漠不关心，而且机构投资者非常重视那些股息收入。

这位“增长与分红”学派的代表人物 1931 年出生于俄亥俄州托莱多市郊外的华西奥（Wauseon），当时正值大萧条时期。1934 年他父母离异。他母亲后来嫁给一位石油商，一家人在密歇根州到处搬家，居无定所，最后到了得克萨斯。内夫在科珀斯克里斯蒂城上的高中。他上学期间一直在校外打工，并且对功课不感兴趣，成绩平平，也不太受同学欢迎。高中毕业后，他在多家工厂里干过各种杂活，其中还包括一家制造自动唱片点唱机的公司。当时，他生父在做汽车和工业设备生意，生意兴隆，并说服内夫到他的公司工作。内夫后来回忆时发现这一经历对他以后的职业生涯很有帮助。他父亲教他在买东西时一定要注意自己所支付的价格。“进价低的货物才好脱手”，他父亲常说。

内夫后来在海军服了两年兵役，在部队里他成了一名航空电子技师。复员后，他决定去大学继续深造，并考上了托莱多大学，主修工业营销专业。在大学里，他的兴趣被全部激发出来，并以最优异的成绩毕业。他在修过公司财务和投资学两门课程后，决心从事金融业，而之前他一直认为只有常春藤联盟这些老牌名校的学生才配进入这个行业。他在托莱多大学上学期间遇到了现在的妻子莉莉 · 图拉克，并结了婚，莉莉是托莱多本地人。当时托莱多大学金融系的系主任是悉尼 · 罗宾斯（Sidney Robbins），一位造诣极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深的投资学大师。格雷厄姆和多德合著的名著《证券分析》一书的修订工作就是由他完成的。因此，从一开始内夫就接触到了投资的价值理论，这一理论与投资成长型股票或定性的方法相比更容易量化，因而也更适合在课堂上传授。后来，内夫在华盛顿天主教大学（Case Western Reserve University）[①]上了夜校，并获得了银行和金融学专业的硕士学位。

1954年圣诞节假期期间，内夫搭便车来到纽约，看能否找到一份股票经纪人的工作。Bache公司告诉内夫他的嗓音听起来缺乏权威，因此他们只愿意给他一份证券分析师的工作。由于莉莉一点儿也不喜欢纽约，内夫就放弃了这份工作，去克利夫兰的国民城市银行做了一名证券分析师，并在这里待了八年半时间。

内夫最后成了这家银行信托部的研究部门的主管。不过，作为格雷厄姆和多德的追随者，他坚信最好的投资对象是那些尚不为人知的股票，因此，他发现他和信托部的投资委员会格格不入——投资委员会热衷于投资热门股票，这样好向客户交代，即使这种股票一般赚不了多少钱。他的顾问阿特·博纳斯（Art Boanas）是一个地道的基本面分析派，坚持认为投资成功的要诀是比别人挖掘得更深，并不断检验你的数据。但你做出决定，就一定要坚持。博纳斯说，而且最重要的是，要有耐心。这种投资风格也成了内夫自己的风格，并使他受益无穷。

1963年，内夫离开克利夫兰来到费城，并加入了威灵顿管理公司（Wellington Management）。（公司创立者之所以用这个公司名字，是因为他们认为这位铁公爵[②]的爵号听起来非常坚实可靠。）一年后，威灵顿管理公司便任命他为公司旗下的温莎基金的投资组合经理，这只基金是6年前成立的。

在温莎基金，内夫手下有4名职员，由查克·弗里曼（Chuck Freeman）

---

① 华盛顿天主教大学1967年成立，位于克利夫兰大学区内。该校工商管理研究生院1997年在全美排在32名，工科研究生院课程在全美排在36名。——译者注

② 英国威灵顿公爵（Duke of Wellington）因指挥英、荷联军1815年6月在滑铁卢大胜拿破仑的军队而被称为“铁公爵”（the Iron Duke）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领导；后者后来一直和他共事了20多年。当然，他还可以获得位于波士顿的母公司的18位研发人员的支持。内夫没谈过他的薪水，不过他承认收入很不错——“可以达到7位数”。这些薪水中有一部分是奖金，因此，如果温莎基金的业绩比较好，他和他的团队就能得到更多的收入。他还将他的投资哲学应用到了私人生活中。他家的房子除了一个网球场外，别无虚饰。每到周六他都要在这个网球场打上一场激烈的网球比赛。他喜欢眉飞色舞地描述他买的家具或衣服是如何如何便宜。他的鞋子都是在Lou鞋店买的，夹克是在赛姆折扣店买的。一次，女儿给他买了一部小汽车，他仔细地研究了这笔交易后，非要让他女儿回去找那家汽车销售商索要500美元的折扣。他办公室的椅子都快散架了还不舍得换，接电话时经常只说一句“好——就这么办！”就挂断。他说他喜欢读历史方面的书，尤其是关于欧洲历史的书，还喜欢旅游。

内夫有一张诚挚、宽阔、幽默的脸庞，下巴宽大，嘴巴很宽且富有表情。前额很高，一头银发，鼻梁上架着一副金属架眼镜。说话时带有中西部口音，有点嘶哑。白衬衣的口袋里别着一支钢笔，常穿带有多色菱形图案的袜子。

这种节俭的生活方式有时还给他带来过投资机会。一次他在分析一家叫做伯林顿制衣连锁商店公司（Burlington Coat Factory Warehouse Corp.）时，为了做实地调查，便派妻子和女儿到这家折扣连锁店的一个分店去看看。结果她们回来时带回了3件外套，并强烈推荐这家商店。内夫接受了她们的“推荐”，买了50万股这家公司的股票。

与此类似，当福特汽车公司推出金牛座（Taurus）车型时，内夫对这种汽车和这家公司产生了浓厚的兴趣。在解释购买福特汽车公司股票的原因时，内夫指出这家公司不仅没有债务而且账面上还有90亿美元现金。另外，就管理层而言，福特汽车公司与通用汽车公司也有天壤之别。通用汽车公司的管理层傲慢自大，而福特汽车公司的管理层就平易近人多了，而且他们知道如何控制成本，并注意保持公司的竞争力。在福特，公司总裁和生产线上的工人一起吃饭，因此他知道工人们在想些什么。福特汽车公司生产线上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工人每年能拿上万美元奖金，而通用汽车公司的工人几乎什么也得不到。内夫从 1984 年年初开始大量买进福特汽车公司的股票，当时市场上投资者普遍不看好汽车制造商，因此这只股票价格一直在下跌，最低跌到了 12 美元每股，市盈率只有 2.5 倍！不到一年时间，他吃进了 1 230 万股福特汽车公司的股票，平均价格不到 14 美元。3 年后，福特汽车公司的股价涨到了 50 美元每股，为温莎基金带来了近 5 亿美元的利润。

内夫指出证券分析师在分析汽车工业时的着眼点是未来几年的汽车销售形势。他们每隔几个月就要修改自己的预测。不过，他们几乎没有提到过卡车。而事实上，无论是福特还是克莱斯勒从卡车上赚取的利润都超过了轿车！内夫认为福特的卡车 2/3 都是销售给了个人而非企业。年轻人——尤其是西南部的年轻人——购买皮卡（pickup trucks）或微型有篷货车已经成了一种时尚，而这挤占了旅行汽车的市场。美国汽车制造商在国内卡车市场占有 85% 的市场份额；日本汽车制造商在这方面则没有太大竞争优势，这是因为，由于其国内卡车市场有限，日本厂商没有发展出口卡车生产线。此外，国外卡车进入美国市场还要缴纳 25% 的关税。

1980 年，宾夕法尼亚大学委托内夫管理其捐赠基金。过去 10 年里，该基金的业绩在 94 只大学捐赠基金里是最差的。内夫按他独特的投资风格将该基金持有的头寸换了一遍，买进了大量少人问津但十分便宜的冷门股票。有几位基金的委托人反对这种做法，敦促内夫购买那些比较热门的股票。显然，这种偏见正是基金之前表现不好的原因之一。不过，内夫顶住了压力，而以后 10 年里，宾夕法尼亚捐赠基金的业绩已经上升到同类基金的前 5%。

我和内夫谈到了哈佛管理公司以及该公司管理哈佛大学捐赠基金时所采用的复杂方法。“我管理宾州大学捐赠基金时所用的办法没有什么特别之处。”内夫说，“我尽量简而化之！”他呵呵笑着提道，当沃尔特·卡伯特（Walter Cabot）接管哈佛大学捐赠基金时，他曾问卡伯特：“你为什么不把它放到温莎基金里面去呢？”……后来他有点幸灾乐祸地补充道，1980 年 11 月，他曾在《纽约时报》上看到哈佛管理公司自豪地宣称他们有 32% 的资金投资了能源股——正好买在股价顶点，石油输出国组织价格联盟随后就崩溃了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1986年，在油价大跌后，当投资者普遍看淡未来油价时，内夫将其管理的资金的25%投资到了石油股上面，其中，各用5%的资金——这是基金单只股票的持仓上限——购买了荷兰皇家石油公司（Royal Dutch）和壳牌运输与贸易公司（Shell T&T）——实际上是同一家企业的两个子公司。不过，他的律师认为从法律上讲它们是两家不同的公司。

内夫和其他大投资家一样有两个共同的特点：曾经是穷小子，现在是工作狂。他的继父始终未能发达，因此一家人不得不苦苦挣扎。内夫说，他很早就下定决心做一个精明的投资家。他每周工作60~70个小时，每个周末也要工作15个小时。在办公室时，他全神贯注于工作，片刻都不休息，并要求他的下属也努力工作。当他觉得某项工作没做好时，他会变得非常严厉，甚至有些苛刻。不过，内夫并不专断，下属也可以参与决策的制定，这一点很受他们欢迎。

精简的投资策略

内夫对自己的投资业绩抱着相当现实的态度，而且在温莎基金的一些年度报告中，尤其当有好消息时，他会发布一份关于交易情况的“报告卡”。这些报告不仅客观公正，而且还非常有趣。其他投资经理在评估自己的投资业绩时也应该有这种精神。当然，在回顾业绩时，许多投资经理都不能像他一样处于有利的位置。

毫不奇怪，由于内夫的投资策略比较保守，因此当大盘强劲上涨时，他管理的基金的表现要稍逊于大盘，不过，当大盘走弱时，其表现要明显好于大盘。

他指出，在管理大型投资组合时执行力非常重要：好的投资经理动作非常迅速，尤其是当得到负面消息必须及时卖出股票时。在银行里，如果持有的某项头寸出了问题，有关的投资经理不愿意低声下气地向信托委员会承认错误。（如果你在一只股票上割肉认赔，那么你有可能会受到信托受益人的责难。）内夫不需要应付这样的委员会，而且，由于他不像其他投资者那样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

急功近利，因此他即使改变主意也不会将某只股票一股脑儿全部抛出。他会神不知鬼不觉地分批卖掉这只股票，就像他买进时一样。

内夫不介意将投资高度集中在少数几个产业上。例如，1988 年年度报告显示，在整个投资组合中，汽车类股票占了 22.2%，银行类占 16%，保险类所占的比例也上升到 13.8%，而此时正值保险业前景暗淡之时。加上储贷机构，贷款业公司的股票在内夫的投资组合中占到了 20.8%。再加上保险类，金融部门股票在投资组合中所占的比例总共达到了 37%。1987 年航空公司的股票曾占到总投资组合的 7.2%，而当时频繁传出对该行业不利的新闻。

换句话说，由于他总是希望自己的投资策略尽可能地精简，因此就非常依靠这些投资策略。事实上，在 1988 年年度报告中，仅最大的 10 个头寸在 59 亿美元基金资产中就占了 1/2 强，其中对花旗银行——当时市场有传言说该公司可能会破产——股票的投资约为 3.3 亿美元，对福特的投资为 5 亿多美元，对三家保险公司的投资为 7.5 亿美元左右。真是艺高人胆大！

内夫敢于持有如此集中的投资组合，其实并不是在赌博：他买的都是“便宜货”，即使跌也不会跌到哪里去。

捡便宜货

内夫被公认为是一位杰出的证券分析家。尽管最近几年他不再亲自拜访上市公司，但还是会打电话给上市公司了解详细情况。他有一个分析师团队专门为他工作，不过每当发现一只新股票时，他喜欢亲自带领整个团队完成证券分析的工作，而且他和他的团队在收集到所需要的全部信息之前是不会结束工作的。内夫已经在这个行业打拼了 35 年左右，因此市场上相当比例的上市公司他都买过或研究过。这意味着，他经常面临的问题是更新自己的知识，而不是从零开始。

他总是盯着市场上不太热门的产业群，并将自己的研究目标限定在那些市盈率特别低而股息率却异乎寻常高的股票。事实上，在内夫管理温莎基金的这么多年里，他的投资组合的平均市盈率比整个市场的平均市盈率低了约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1/3，而平均股息率却高出 2% 以上。

他将自己描述成一位“低市盈率股票猎手”。不过，不像本杰明·格雷厄姆，他比较关心上市公司的内在品质。他想要的是既便宜又“好”的公司。以下是他信守的判断“好”公司的标准：

1. 良好的资产负债表；
2. 令人满意的现金流；
3. 净资产收益率高于平均水平；
4. 能干的管理层；
5. 有持续增长的潜力；
6. 有一种极具吸引力的产品或服务；
7. 产品或服务的市场空间很大。

最后一条是最有趣的。内夫认为，投资者倾向于为那些具有高增长率的公司支付过高的价格，因此，这些公司不在选择之列，不过增长率过低又意味着这家公司本身出了问题。因此，他常买的“便宜货”的增长率一般都在 8% 左右。

收益与付出之比

内夫有一种有趣的股票比较方法。据估计，温莎基金股票投资组合的平均增长率约为 9.5%，平均股息率约为 4.9%，总收益率约为 14.4%，而这些股票的平均市盈率约为 6。他将 14.4% 的总收益率除以 6，得到一个确定的数值 2.3，他称这个数值为“收益与付出之比”或“最终关系”数。

1989 年年初，股票市场平均增长率为 8.5%，股息率为 3.7%，总收益率为 12.2%。12.2% 除以市场的平均市盈率 11，得到 1.15，这就是整个市场的“收益与付出之比”。因此，这样算下来，内夫的投资组合的吸引力是市场平均的两倍。

内夫列出一些股票的“最终关系”数来比较它们的相对吸引力。他发现，整体而言，他购买的股票的确比华尔街的分析师推荐的股票更有“吸引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力”，或者用他的话说就是，更“积极进取”。

温莎基金收益的年复合增长率为 17%，这可能是因为内夫卖掉了那些涨得过快而分红因此降低的股票，并买进了低价、高分红的股票。

何时买进

在确定以何种价格购买某只股票比较合适时，内夫会先预测该公司未来若干年的盈利状况。

接着，他再预测，在正常市场条件下，未来若干年这只股票的市盈率。盈利和市盈率确定之后，这只股票若干年后的目标价格也就确定了。然后，他计算出这只股票当前市场价格相对于目标价格的折价比率，用 1 减去这个折价比率就可以得到这只股票的增值潜力比率。

当然，以上计算过程还要根据主观因素进行一定的调整。例如，如果内夫对增长率的稳定性非常有信心，或他认为该公司管理层特别能干，那么所有的数字都要相应调整，从而调高目标价格。相反，不利因素将调低目标价格。

他还计算出投资组合中所有股票的增值潜力比率，并将其最低值设定为“最低可接受报酬率”（hurdle rate）。

如果他计划购买的某只股票的复合增长率没有达到“最低可接受报酬率”，那么他就暂缓买进，直到这只股票价格下跌到其增值潜力比率等于或大于“最低可接受报酬率”为止。

当然，在使用这种方法时，有时也要适当变通一下。例如，如果投资组合中现金增加而股市又正开始上涨，那么他会买进增值潜力比率低于“最低可接受报酬率”的股票，以避免闲置资金过多。（也就是说，他希望投资组合的“最低可接受报酬率”尽快上升——因为现金的增值潜力比率几乎为零。）

内夫根据他计算的每只股票的增值潜力比率来分配它们在投资组合中的权重。他的投资组合中常常同时持有 70~80 只股票，这意味着每只股票所占的比例刚过 1%。不过，如果他对某只股票有把握，那么这只股票在整个投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合中所占的权重可能会达到5%（共同基金单只股票的持仓上限）；事实上，在他的投资组合中，常出现同属于某个板块的多只股票的持仓同时达到基金持仓上限的情况。换句话说，如果有把握，他就会大干一场。而一般情况下，他都是胸有成竹的。例如，关于未来市场走势，1989年年初内夫预测道琼斯指数将在1 900~2 200点之间波动，直到投资者确信通货膨胀即将被抑制住为止。那时，长期债券将下跌，而股市将上涨。

很多人可能会认为内夫的方法非常适合在电脑上应用——利用电脑软件和模型过滤目标公司的股票并进行价值比较非常方便。但是，实际上，温莎基金基本上不用电脑，也不使用分红贴现模型或其他一些机构投资者十分热衷的模型或交易系统。在这方面，内夫可谓一个地道的“守旧主义者”。

当开始购买股票时，内夫又显示出了其训练有素的一面。他已经为他想买的股票设定了目标价格，现在就等这只股票的市场价格跌到那个水平。他耐心地等待着，而且如果这只股票的价格跌不下来，他就不去管它。内夫一般总能以低于当日开盘价的价格买到他想买的股票。这就是说，不管他买进的规模多大，他总能成功地以日内低价买进想要的股票。

何时卖出

内夫卖出股票的原则主要有两部分：他愿意卖出股票的市场价格和抛售策略。

目标卖出价格的确定也要基于整个投资组合的“最低可接受报酬率”。当市场看好他持股的某个公司的前景时，这家公司的股价就会上涨，用不了多久其股票的增值潜力就将跌至投资组合中其他股票之下。当这只股票的增值潜力跌到只有整个投资组合平均增值潜力的65%~70%时，内夫开始抛出。卖出股票时，他喜欢一开始先大量抛售，然后再将剩下的股票在股价继续上涨的过程中逐批卖掉。如果股价下跌，那么他就停止卖出。如果股价跌得厉害，他会重新买进。

当真的开始卖股票时，内夫会变得极其谨慎。他几乎总是希望以当日的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高价卖掉股票，并尽量避免在一只股票上交易量超过总交易量的1/4。当然，如果股价涨势强劲，那么他就不在乎自己的交易量在总交易量中所占的比例了。而且，同样，内夫一般都能以比当日开盘价高的价格卖掉股票。

交易成本在很大比例上是由交易对市场的冲击造成的。因此，内夫的交易技巧是相当高超的，他的操作对他交易的股票的股价走势几乎没有任何影响。

耐心

内夫所遵循的一个原则是，应该在一只股票完全达到增值潜力之前将其卖掉。你必须给下一个买家足够的激励来接手你脱手的商品。

另外，内夫的一个重要投资风格是，如果他持有的某只股票没有实现其增值潜力，那么他会永远等下去。在这方面，他和那些希望在一年或两年之内就有结果的“价值”投资者有所区别；但是，如果到时候股价没有上涨，或者甚至下跌，他们也会卖出手中的股票。内夫可以持有一家公司的股票达数年之久，只要公司的前景不算太坏而且其增值潜力仍然高于“最低可接受报酬率”。

冷门股以及不被人看好的股票

实际上，内夫认为有价值的股票一般都是些受到市场冷落、不被投资者看好的股票。这些股票一般都具有一个共同的特征：股票经纪人将很难将它们推销给客户。

例如，前面提到过，他豪赌福特汽车公司股票时，汽车制造业正值被投资者普遍看淡的时期。克莱斯勒公司实质上的破产震惊了投资者，日本厂商在美国市场上所占份额上升的消息也令市场感到不安。因此，汽车公司股跌得相当惨，而内夫此时却在大规模地吃进。他在集中投资石油股、金融股和其他一些股票板块时也都面临着同样的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告

1. 花旗银行。投资者一直不敢投资银行股。市场上普遍的观点是所有的银行都面临着很高的破产风险。这些大银行在第三世界国家的债务无法收回，现在又将过半的资本投入到了杠杆收购中。但对内夫来说，这些负面的消息更多的是代表着机会而非风险。在银行业中，投资者必须区分两类银行，一种是第三世界债务和杠杆收购贷款都很少的稳健的地区性银行，一种是二者都很多的资金中心型银行[①]。不过，在资金中心型银行中，如果你能发现一家股价被低估但实际上却很稳健的银行，那么你会得到回报的，因为目前市场对这个板块普遍持怀疑态度。内夫在谈到好银行的特征时，举了花旗银行的例子。他认为花旗银行的管理层是业内最精明的一个团体，并指出它为其在发展中国家的贷款计提的坏账准备足够覆盖实际风险。即使花旗银行在欠发达国家的贷款只能收回 50%，但只要将收回的资金全部投资到短期国库券上，那么其股票每股的盈利也只不过减少约 1 美元。另外，花旗银行在消费者银行业务上取得了惊人的成功。这项业务——仍在稳步增长——本身的价值就比整个花旗银行的市值高。内夫指出，消费者银行业务已经占了花旗银行业务的一半。花旗银行的信用卡业务在全美国占有绝对优势，另外在抵押贷款和小额贷款方面也处于领先地位。消费者银行业务的年增长率可以达到 15%。

自从实力较强的公司学会利用商业票据融资，不再依靠银行贷款后，机构银行业务迅速衰落，并从此一蹶不振。不过，花旗银行已经主动收缩了机构银行业务，以降低可能带来的损失。另外，花旗银行已经按照新巴赛尔协议的要求，将核心资本充足率提高到了 4%。它的资产负债表很快就能得到加强，因为其股票分红只占总盈利的 1/3，而且它仍在享受由 1987 年坏账注销损失带来的延迟税收减免。

---

① 资金中心型银行（money-center bank）指那些资金主要从国内或国际资金市场筹集，较少依赖存款的全国性或国际性大银行。与此相对的是地区性银行（regional bank），这类银行的资金来源主要靠吸收存款，经营范围也局限于某个国家的一些地区。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么这些大银行对杠杆收购业的贷款的安全性怎么样？内夫不愿意碰垃圾债券，不过，这些银行给那些公司的贷款的偿债优先级要高于垃圾债券，因而是相当安全的。

2. 德尔塔航空公司。同样，内夫也看好德尔塔航空公司。“航空公司！”有人会问，“它们不是都要破产了吗？它们不是都面临着棘手的劳资纠纷问题吗？”“既对又不对。”内夫会这样回答。东部一些航空公司存在劳资纠纷问题并不意味着所有航空公司都这样。德尔塔航空公司几乎没有出现过类似问题，因为那里基本上没有任何工会组织；雇员工作努力，公司运营成本较低，资金充足，而且“盈利前景明朗。不过，由于航空股普遍低迷，德尔塔的股票也受到连累，但是德尔塔是有别于其他航空公司的”。内夫持有德尔塔航空公司的大量股票。

3. 储贷机构（the Thrifts）。更令人担忧的是储蓄与贷款机构。许多股票分析师声称需要注入 1 000 亿美元才能让它们免于破产。因此，整个板块都不被市场看好。不过，亚马逊公司（Ahmanson）——一家总部位于加利福尼亚的储蓄机构——引起了内夫的兴趣。这家公司在东部各州都设立了办事处。该公司没有遇到同行业其他公司所面临的问题，而且股票的市盈率只有 6 倍。

内夫透露，和储贷机构一样，他所持有的许多股票都或多或少受到政府管制。再一次，这会引起投资者的疑虑，不过，事情并没有那么糟糕，因此你发现了便宜货。

4. 重组公司。至于“残余股”——那些由于资本结构调整而财务杠杆过高的公司的股票——内夫觉得它们与风险投资类似，只是在风险投资交易中，10 次会有 6 次失败，而投资从事 LBO[①] 的公司的“残余股”，可能只失败 3 次。

---

① LBO 是 Leveraged Buyout（杠杆收购）的缩写。从事杠杆收购的公司为了融资通常会发行大量债务（包括银行贷款、垃圾债券等），从而使公司的资本结构改变，权益在总资产中的比例降得很低。这种公司的股票又被称作“残余股”（stub stock）。“残余股”的风险很高，但一旦收购成功，投资收益会非常高，因此极具投机性。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 成长型股票。1989年年初，内夫感到成长型股票的价值相对于普通工业股有了显著提高，因此，正如他说的那样，“即使像我这样顽固的价值投资派也开始被这种氛围所打动”。他的推荐，无疑具有一种特别的说服力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

拉尔夫·万格：发掘潜力公司的大师

The New Money Masters

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我的传记主人公中，拉尔夫 · 万格是最有作家天赋的一位，我希望这个称赞不会触怒我的其他传记主人公们。① 他们当中大部分人都有很多东西要说，但只有万格能用形象生动的直喻将深刻、抽象的道理表达出来，让读者感到轻松愉快。"大多数共同基金的'撰稿人'写的经济预测报告之类的东西既枯燥乏味又漏洞百出，"万格说，"我宁愿自己的报告有错误，也要写得生动一些"。的确，阅读他的橡子基金报告，读者可以获得大量历史、心理学、哲学以及投资学的智慧。下面是一段节选：

斑马与大机构中的投资组合经理面临着同样的问题。第一，两者都追逐利润。对于投资组合经理来说，业绩是第一位的；对于斑马来说，最重要的是新鲜的嫩草。

第二，两者都不喜欢风险。投资组合经理有可能被解雇；斑马有可能被狮子吃掉。

第三，两者都喜欢群体行动。他们看起来相似，思考方式相似，而且喜欢黏在一起。

如果你是一匹斑马，并生活在一个斑马群里，那么你不得不做出一个关键的决定，到底应该站在斑马群的哪个位置。当周围形势比较安全时，在斑马群外面是最好的，因为这里的草是新鲜的，而群里面的斑马

① 尽管作家都是由创作的冲动造就的，而不是仅仅靠天赋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就只能吃到被啃过或被踩过的草。那些胆子大敢待在马群外面的斑马吃得好多了。

另一方面，万一狮子来了，那么外边的斑马就很可能成为狮子的美餐，而待在马群中间的瘦斑马虽然吃得不好但却活了下来。

那些为机构——例如银行的信托部门——工作的投资组合经理就当不起斑马群外面的斑马。对他来说，最优策略很简单：始终待在群体之中。只要他一直在买热门的股票……别人就很难挑他的错。一位投资组合经理曾说过，“虽然我持有强生公司的股票，但是强生公司（Johnson & Johnson）发生什么事情对我不重要，只要其他投资经理都还持有这只股票。即使跌，也是大家一起跌”。而另一方面，他不能为了获得更高的收益而去投资大家都不太熟悉的股票，因为这样做无异于授人以柄，一旦失败，将受到公司或客户的批评。

不用说，这种“群内斑马”哲学对我们这些长期投资者不具有吸引力。我们大部分时间里都试图成为群外的斑马，而且我们身上已是伤痕累累。

以上说的是选股。下面是万格对市场时机选择的一些观点：

这次，斑马群是在一个峡谷中，狮子在很远的峭壁边打盹。每匹斑马都想大嚼一口狮子鼻子前面的鲜草，然后狼吞虎咽地在狮子扑过来之前沿着一条小径逃脱。不幸的是，小径太窄了。事实上，在小径某个狭窄的地方，斑马会无助地挤成一团，成为狮子的美味大餐。许多大机构认为他们可以选择一个合适的时机，在一个流动性很差的市场上实现几十亿美元投资组合的快进快出。太不现实了！这种策略只会导致市场的剧烈波动，显示在价格图表上就是频繁的宽幅振荡，交易成本也随之增加。

万格甚至还假想了一个“隐喻[①]委员会”，这个委员会“无情而又永不

---

① 隐喻（metaphor）又称暗喻，即以此物隐喻彼物，将某一事物以另一个与其相似的事物来表达，是一种含蓄的比喻，暗示有比较，但又不充分说出这种比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疲倦的成员……会随时扑过来，压碎被滥用的直喻，肢解混淆不清的隐喻，戳穿谬论百出的格言警句”。这个委员会还会评估经济预测与数学模型：

> 最近几年，有一种做法颇为流行：将自己的“隐喻”变成一系列方程式并在计算机上进行运算，然后打印出几行整齐的数字以增加说服力……
>
> 所有模型的有效性都有固有的局限性，我把这种局限性称为“蟋蟀极限”（Cricket Limit）。蟋蟀鸣叫的音调和空气的温度之间存在着近乎完美的数学上的对应关系。随着气温的降低，蟋蟀鸣叫的频率也降低，直到气温降到 50 华氏度（约为 10 摄氏度）；有人也许期望在夜间当气温从 50 华氏度降到 45 华氏度时，蟋蟀发出的唧唧声的音调会降得更低些。但事实并非如此；当气温降到 50 华氏度以下时，蟋蟀都躲了起来，一起停止了鸣叫。不管过去两个变量间的关系有多可靠，我们也没有理由认为在新的环境下——例如当发生恶性通货膨胀时——这种关系仍然成立。

最近对石油公司征收的“暴利”税就是一个发人深省的隐喻：

> 这是一个关于隐喻委员会的好例子：美国历史上最大幅度的一次增税——对汽油征收消费税，而且起了一个极具欺骗性的名字——已经骗得了美国人民的接受。不过，我们的民选代表急于对这笔巨额财富（约有 1 400 亿美元）——对他们来说确实是暴利——征税的热心让我想到了最近读过的一篇文章……1979 年 11 月《科学美国人》（*Scientific American*）的封面故事：“金龟子（dung beetle）的生态学”。这篇有趣的文章详尽地描述了一头大象将自己的粪便排在非洲大草原上之后所发生的事情。三只甲虫马上爬了过来。体形最小的那只甲虫钻进了粪堆里，另一只就近将小粪粒埋进土里，第三只，也就是体形最大的那种，则挖出了很大的粪球，然后滚走了。如果你读了这篇文章，那么你对参议院财经委员会的看法将大为改观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万格说他在投资时使用隐喻，以洞悉一家公司利润和增长的源泉，领会管理部门的目标和想法，发现竞争和危险。“只要隐喻仍然恰如其分，我就会继续持有股票；如果持有一只股票的理由不再充分时，我就抛出”。

涉足投资业

万格个子不高，圆脸，爱开玩笑，脸上常有一种幽默而又略带嘲弄的表情，不过在平静时表情稍嫌冷峻。他头顶已经秃了，戴一副黑框细边的大眼镜。多年前，我第一次见到他时，他坐在我的办公室内，头上戴着一顶纽约人去缅因州时常戴的那种黑色希腊水手帽，而且在我们交谈过程中他一直戴着这顶帽子。他声音柔和，近乎轻声细语。

万格出生在芝加哥，在麻省理工学院获得了工业管理的学士学位和硕士学位。管理不是科学，万格说，相反，管理是建立在心理学知识、常识，以及好的性情之上的。“管理的原则始终一成不变。简而言之，管理就是你确定一个正确的方向，并尽可能让别人跟着你一起按照这个方向努力工作。而且，如果你失败了，你最好能找出一个替罪羊！”

万格最初在大陆财产保险公司（Continental Casualty）——就是现在的大陆集团（Continental Group）——工作，不过成绩平平。1960 年，他涉足投资业，在成立刚两年、总部位于芝加哥的哈里斯联合公司（Harris Associates）工作。他说他之所以喜欢投资业，是因为这一行报酬丰厚而且“不是太辛苦”。他一直在这家公司做证券分析师兼投资组合经理，直到迈克尔 · B · 哈里斯创建了橡子基金。万格担任了橡子基金的投资组合经理，并于 1977 年 2 月成为总裁。当哈里斯创建这家基金时，他没想到基金的规模会变得这么大，因此将基金总股份的上限确定为 1 000 万股。到 1986 年，橡子基金的股份数已经达到了上限，因此不得不征求股东的意见以发行更多的股份。

万格 1985 年 6 月与第二任妻子利厄 · 泽尔（Leah Zell）结婚，她是哈里斯联合公司的证券分析师。万格的第一次婚姻为他留下了三个孩子——他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称他们为“大孩子，就是说，他们已经参加工作了”——后来，第二任妻子又为他生了两个孩子。

突出的业绩

万格坦言，他突出的业绩从某种程度上说是由官僚机构的低效率造成的。他1969年向美国证券交易委员会递交的材料，申请成立橡子基金。6个月后，他的申请就得到了批准。如果从获批的那天算起，到1988年年底基金的税前复合年增长率约为17%。但是，如果从1970年年底（这时橡子基金已经比成立之时增长了30%）开始算起，复合增长率就跌到了15%。这个例子再次证明了，如果不做全面的分析，统计数字是多么具有欺骗性。不管怎样，1978~1988年的10年间，橡子的复合年增长率达到了18.8%，而同期标准普尔500指数的复合年增长仅为16.1%。

根据万格的说法，富达投资公司以及其他许多共同基金管理团队都曾培育过“婴儿”基金。这些基金的规模一般都不大，投资的都是最热门的股票，以创造一个良好的起始记录。如果某只“婴儿”基金的开局比较好，那么他们就正式向公众推出这只基金。如果开局不利，他们就将这只基金冻结起来或合并掉。因此，现存基金的业绩记录有时是在隐藏了一些“夭折”的基金的基础上形成的，就像十几家失败的汽车公司合并在一起变成了通用汽车公司一样。他觉得一个投资者能取得12%~15%的复合年收益率已经算很不错了。事实上，在我看来，大多数投资者没有必要为超越这个目标费尽心机，因为即使每年只有12%的复合收益率，那么用不了6年时间，你就会变得非常富有。（在第十一章中将给出一个例子。）

发现休斯敦石油公司对橡子基金和万格而言是至关重要的。1973~1974年股市崩溃时，由于不断发现新的油田，休斯敦石油公司价格仍然保持坚挺，从而，如万格所说，“拯救了橡子基金，使其免于崩溃。事实上，如果没有这只股票，橡子基金就不可能有今天”。

购买这只股票是和他当时对趋势的预测相一致的——1976年他在橡子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金年报中断言：由于能源价格正在上涨，并且未来还将继续上涨，因此“应该投资能源供应商，并撤离那些能源消费大户”。同样的道理，投资者应该投资那些为能源供应商服务的公司，例如卡梅隆钢铁公司（Cameron Iron Works）和 MSA 公司（Mine Safety Appliances）。

投资哲学

万格的投资哲学有两个要点：

1. 寻找好的小公司，这些公司比大公司更有投资价值。

2. 识别主要趋势，并购买能在趋势中受益的公司的股票。不过，万格和 T · 罗 · 普赖斯有所不同，后者只寻找趋势的领导者。

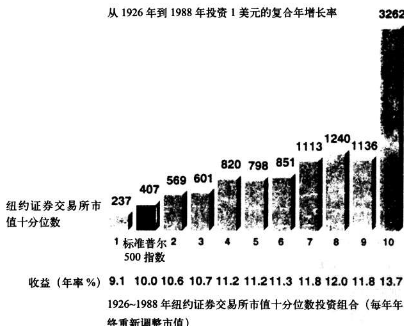


图 3　小公司效应

资料来源：DFA（Dimensional Fund Adrisors）基金管理公司。

万格积极寻找有潜力的小公司的做法是有一定理论依据的，这实际上是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用了芝加哥大学的罗尔夫·本茨（Rolf Banz）于1978年提出的“小公司”现象。本茨教授发现，低市值公司股票的收益率超过了市场平均水平，即使经过风险调整——考虑到小公司往往风险较高——也是如此。（“小公司效应”如图3所示。）

万格“想购买那些没有完全实现其经济价值的小公司的股票，然后等这些公司不断成长直到完全实现其经济价值再抛出。散户往往会在小公司还没有完全实现经济价值就抛出，并买进那些完全实现其经济价值的成熟的公司，因此他们常常成为我们交易的对手方”。

大机构的证券分析师也忽视了小公司。1973年万格提到，他的基金“有1 440万美元投资到了39家公司，平均在每家公司上的投资是36.9万美元。持有了这么多只股票足以使橡子基金的投资组合实现分散化，因此我们不需要为了实现分散化而刻意买进许多我们无法一一跟踪的股票。橡子基金在哪怕最小的公司上也持有足够大的头寸（比如说20万美元）。投资小公司之后仍能将持股数保持在可管理的范围之内，这对那些资本超过1亿美元的基金来说是很难做到的。因此，有个规律是，大机构一般都是主要投资大公司。”不过，现在橡子基金的规模已经超过了5亿美元。他说，“由于投资组合已经变得十分庞大，基金的持股数量也十分惊人。我们投资的小公司非常之多，因此基金在每只股票上的头寸平均只有300万美元左右。也就是说，如果我们要投资5亿美元，那么橡子基金的投资组合最终将持有166~167只股票”。

为了发现有潜力的小公司，万格从全国各地的能人异士以及较小的经纪人公司那里广泛收集信息。他每年都给那些向他提供有用情报的人或机构送红包，他将其称为“红A”奖金。“许多机构的投资组合经理喜欢说华尔街的研究没什么用，”他说，“但他们每天还是要接三十几个华尔街的电话。”

了解趋势

“我发现人们的生活方式真的变了，”万格说，“20年前去参加宴会，几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎每个人都是一手夹着雪茄，一手端着一杯马提尼酒。早晨早早起床，然后去公园慢跑，这在当时会被认为是荒唐之举，中年人没人有这种习惯。但是我们不知道接下来人们的生活方式会如何变。如果当时医生知道未来是这样子，那么他们早就从心脏病学转到运动医学了。看看我：53 岁了，还要参加滑雪比赛，是不是有点疯狂！（他是一个狂热的滑雪爱好者。）"

"这对人们的休闲方式和花钱方式产生了深远影响。例如，现在有更多的老年人的背和膝盖不好——这需要治疗，因而给许多人带来了赚钱的机会"。

"例如，希伦布兰德工业公司（Hillenbrand Industries）。"我说。希伦布兰德工业公司是美国病床和殡仪用品的最大制造商。

"你早晚会成为希伦布兰德的客户。"万格意味深长地说，"不过说真的，这家公司管理层的水平确实非常高。它和沃辛顿工业公司（Worthington Industries）有点像。如果这两家公司交换管理层，一开始他们可能都会有些抱怨，但 6 个月之后一切就会和原来一样了。这两家公司的表现都低于平均水平，但却都有一个一流的管理层。你经常能见到一些公司由一群天才管理着，但业绩却差强人意。这是因为，它们的竞争对手也是天才，没谁能占有太大优势。就拿半导体公司莫斯特卡（Mostek）或仙童（Fairchild）来说。半导体革命改变了世界，但是整个行业一直到最近或许都没有赚到钱。除了少数几家公司做得很好外，大多数公司都表现欠佳。这有点类似石油业：石油改变了世界，但许多石油公司本身却没赚多少钱。另外，事实上，19 世纪的铁路业也如此。

"如果当时你买下了所有铁路公司发行的全部股票和债券，那么你最后很有可能是赔钱的。美国铁路资本化的过程就是一次国际性财富转移的过程——反向的马歇尔计划①。这次财富转移是将英格兰人和苏格兰人的存款以信托投资的方式转移到美国。即使是事先制订好了计划，这次'转移'也不可能做得如此干净利落。这些投资者最后的净收益接近于零"。

---

① 按照美国国务卿马歇尔于 1947 年 6 月 5 日提出的马歇尔计划（Marshall Plan），1948 年 4 月至 1952 年 6 月，4 年时间，美国共拨款援欧（主要是西欧）131.5 亿美元。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不完全同意这点，并指出，铁路通行权[①]理论认为为了将整个国家联结起来，必要时可以允许铁路运输业出现亏损，这些亏损完全通过让渡土地使用权来弥补。

“当然，土地使用权确实可以用来赚钱，”万格说，“但是铁路运输业却几乎没赚到什么钱。如果你于1880年将100万美元投资到铁路运输业，那么你可能不亏不赚。但是，如果你将这些钱投资到了芝加哥房地产业，那么在接下来的40年里你将获得几乎是无穷大的投资收益。在1910年之前的几十年里，受铁路交通的刺激，芝加哥一直是全世界发展最快的城市。”

“在一个处于变革时期的行业，最赚钱的往往不是其核心业务。回过头来讨论晶体管，尽管晶体管公司普遍不景气，但是在电视广播、有线电视、计算机以及数据处理等业务领域却到处都是一片欣欣向荣的景象。例如IMS国际，该公司购买计算机并利用它们为客户提供前所未有的服务。计算成本一直呈下降趋势：每年你都可以用更少的钱做更多的事。当我在CAN保险公司工作时，我们购置了一台价值300万美元的IBM 705大型计算机。IBM派了三位专职工作人员负责更换电子管。这台大型机CPU的时钟为6微秒，内存为40K。但到了今天，一台2 000美元的电脑就足以使我们这套300万美元的设备黯然失色。事实上，仅过了3年时间，CAN就无法卖掉这套705系统了，甚至白送都没人要，因为它的价值还不够搬运费”。

我提到，由于计算机的出现，投资业本身正在经历一场巨大的变革。

“确实如此，”万格同意这点，“指数基金，数据库：太恐怖了。总有一天，你只花80美元就能够在电脑专卖店买到一套‘投资组合经理’程序。你可以将你知道的所有信息都输进去，我自己也就失业了。我们正处于一场从未停止过的革命的中间阶段。就拿电脑下棋来说吧，这也是跟踪软件业发展的好线索。早期的象棋程序——萨尔贡（Sargon）I——可以按照规则下棋，但速度很慢而且棋艺拙劣。一般水平的棋手就可以战胜它。萨尔贡II下起棋来就很像一位真正的棋手。它的速度大有提高，而且，以我的水平，想

① 铁路通行权（railroads'rights of way）指特许给铁路公司穿过他人土地修筑铁路的权利。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赢它可很不容易。萨尔贡Ⅲ现在已经推出了，如果你能打败它，那就太幸运了。萨尔贡Ⅳ和Ⅴ正在研制之中。现在人们都不愿和计算机下棋了！这种情况许多领域都出现了。

“现在有一种程序可以自动监控工业操作过程。例如，公用事业工厂的值班经理需要依据环境变化——例如，工厂正在烧的煤炭的等级——不断重新设置仪表的参数，以达到最优的控制结果。今天，一套‘专家系统’或许可以做得更好。航空是另一个例子：自动驾驶系统已经可以在许多恶劣的环境下使飞机安全着陆，而人类驾驶员却无法做到这一点。很快，飞机上留有人类飞行员只是为了备用，以防自动驾驶系统失灵”。这正是汤姆 · 沃尔夫（Tom Wolfe）的《太空先锋》（*The Right Stuff*）一书的中心思想：对于科学家来说，一艘宇宙飞船就是由计算机控制着的机器，里面的驾驶员只是乘客，如同实验室里的动物；不过，这次是“实验室里的动物”赢了，因为如果这个项目没有涉及人类利益，它就不会得到资助。

“芝加哥的银行，”万格继续说，“过去曾拥有规模庞大的证券分析师队伍，但业绩始终连平均水平也达不到。现在他们已经解散了分析师队伍，并用计算机取而代之。结果，不仅业绩达到了平均水平，而且成本也大大降低。这让我们这些相信人类智慧在投资中大有用武之地的人颇感失落。不过，我注意到，先锋指数基金[①]确实是业绩最好的前100只基金之一。”

道琼斯泡沫

我问到了一个调整问题，由于许多基金不断对投资组合进行指数化调整（Indexing），道琼斯工业指数可能会存在虚增——我称之为道琼斯泡沫。每当一只养老金基金（一般都持有很高比例的成长型股票）卖掉几亿美元股票

① 先锋指数基金即先锋500指数基金，创建于1976年8月31日，是美国最早指数基金之一。和其他典型的指数基金一样，先锋指数基金也采取了被动跟踪指数的投资策略，其投资组合比例与标准普尔500指数完全一致。扣除管理费以及交易成本等因素，该基金的收益率要略低于标准普尔500指数的增长率。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并买进标准普尔指数时，成长型股票在其投资组合所占的比例减少，而普通工业股——相当于道琼斯指数——的持股比例相对增加。这种自我延续的趋势使得普通工业股的表现超过了市场平均水平，这一点比较一下道琼斯指数和价值线指数（Value Line Average）① 就知道了。万格说："这是在金融领域里周期最长的循环之一，从一个谷底到另一谷底约需 10 年时间。从 1983 年以来，小市值公司的股票已经连续 5 年低于市场平均水平了。因此，当趋势反转时，小市值股票将有强劲回升。上一次趋势反转发生在 1974 年，那波行情是超乎寻常的。"

亚洲的崛起

万格将很大的赌注押在了环太平洋地区未来的繁荣上。该地区有些国家的国民似乎比其他地区的人工作更努力，更有商业头脑。

那么投资者应该如何从这一地区的发展中获益呢？一种途径是关注在该地区一些国家——如新加坡——出现的一种被万格称为中产阶级化的趋势。几年前，他曾从新加坡出发做过一次航海旅行。在船上，他遇到一个 9 口之家的华人家庭。祖母是以奴隶的身份来到新加坡的……没错，一个奴隶！不过，现在她的孩子有些正在政府部门工作。由于环太平洋地区经济飞速发展，该地区的中产阶级数量出现了爆炸式的增长。万格注意到，这些新富阶层非常喜欢旅游。他迅速抓住了这种趋势，买进了三家航空公司的股票：国泰航空公司（Cathay Pacific Airlines）——该公司总部位于香港，许多人认为它是世界最好的航空公司；新加坡航空公司；以及马来西亚航空公司。"国泰航空公司和新加坡航空公司的空姐都是十几岁的女孩子，个个都是百里挑一。"他谈到，"由于政府没有相关法规限制，航空公司可以在这些女孩子工

① 价值线指数是由世界上最大的投资信息提供商美国价值公司（Value Line Inc.）编制和发表的。该指数涵盖了纽约证券交易所（NYSE）、美国股票交易所（AMEX）、纳斯达克（Nasdaq）和场外交易市场（OTC）的 1 700 多只股票，这些股票在指数中都是等权重的，计算方法有两种：算术平均法和几何平均法。其中影响最大的是按照几何平均数计算的价值线指数。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作到二十多岁时将她们解雇，并换一批新人。”成熟女性不是比小女孩更适合航空乘务工作吗？“是的，但是在长时间的旅行中，她们看起来不那么令人感兴趣。”他回答。

投资者如果要投资航空业，最好选择那些拥有较多主要航线、支线较短、机票折扣较少，以及运输量增长迅速的航空公司。国泰航空在香港以及新加坡航空在新加坡都处于优势地位。换句话说，支线没有问题。它们所服务的区域包括许多 GNP 增长率高达 8%~10% 的国家，考虑到农业在这些国家经济中所占的比重，这种经济增长速度是相当了不起的。

“现在日本人一窝蜂地来美国旅游，不久，中国台湾人也会紧随其后，他们之后还有远东地区的海外华人。中国香港的旅馆客满为患，他们要去的下一个地方就是夏威夷和美国西海岸。今天的廉价美元也意味着美国人更愿意在美元区旅游”。这暗示着嘉年华邮轮公司（Carnival Cruise Lines）的繁荣，该公司垄断了低价位的航海旅行业务。万格说他已买了这家公司大量股票。

美国人另一个可能的度假去处是迪士尼，不过，万格说这家公司的市值对于他来说太大了。他购买了日本迪士尼世界的股票。当这只股票涨到 4 倍时，他抛出了。“这可能是世界上最赚钱的生意。”他说，“每天早晨不到 8 点钟就有近 3 万人在门口排队，而且不管门票价格多高，天天都有这么多人。

“中国台湾地区宣称他们正打算帮助美国政府削减贸易赤字：他们将以每架 5 亿美元的价格购买几架波音 747，这将增加美国的出口。但他们并未宣布这些飞机不久将满载台湾地区的商品飞到美国！”

“投资英国沃特福特－韦奇伍德公司（Waterford-Wedgwood）是分享环太平洋国家经济发展的又一种途径：世界上没有比这更响亮的牌子了。这个商标已有 200 年历史！日本人和海外华人很喜欢该公司的产品。这些前殖民地国家还没有忘记与殖民国的联系，并抢着购买英国的顶尖产品。另外，由于人们现在仍然住在不起眼的狭小公寓里，因此购置一张漂亮的餐桌是亚洲主妇们的梦想。今天，随着人民收入的增加，他们迫切希望改善生活水平，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此这个世界上最俭朴的地区即将步向奢华。我将购买蒂凡尼（Tiffany）[①]并卖空疯狂埃迪公司（Crazy Eddie）[②]。由于同样的原因，妮梦－马科斯（Neiman-Marcus）也是一家非常有趣的公司”。

破碎的水晶球

准确地预测趋势并不是一件容易的事。万格在1984年3月31日的报告中分析了未来学家在1972年所做的一些预言。他们预测了未来几年在技术领域将出现的20项重大进展，其中包括一些能使能源价格在1985年之前降低的技术革新：深海石油钻探，核电继续增长，低等化石燃料（fossil fuels）如褐煤的开发利用，合成燃料，太阳能进入1/4的家庭。

不过，这些预言中只有深海石油钻探真正变成了现实。万格从中得到的教训是：技术的发展趋势极难预测。做出这些预测的都是知识渊博的专家学者，但他们大部分都错了；问题更严重的是，他们没有预见到1972年以来发生的重大变革。

他进一步指出：“在任何环境中，我们都能发现有些生物比其他生物更能适应环境，只有这些生物才能更好地存活下来，繁衍生息。我们生活在一个周围环境日新月异的世界里，而且这种变化的速度还在不断加快。在一个高速变化的世界里，一家公司连续保持20年或30年的稳步增长并不是一个好的迹象：出现这种情况的可能性太小了，因为在此期间事情已经完全变样了，无论你在30年前是靠什么取得成功的，现在这些因素都已经失效了。我认为通过集中对小公司进行投资，你更有可能把握住下一个趋势。你应该走在趋势的前面，而不是仅仅做一个趋势跟随者。”

---

① 一家老牌的奢侈品制造商，由查尔斯·路易斯·蒂凡尼于1837年在纽约创建，主要经营钻石、珠宝首饰、银器、高档手表、高档家具和室内装饰用品、礼品等，蒂凡尼（Tiffany）品牌本身已经成了身份和地位的代名词。——译者注

② 纽约市电器经销商以低价销售电器著称，其口号是：“我们不能积压产品。我们不会积压产品。我们的价格是最低的——保证如此！我们的价格是疯狂的。”——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐性的消息

在寻找趋势时，你既要重视显性的消息，也不能忽视隐性的消息，因为正如福尔摩斯侦探小说中所写的那样，“汪汪叫的狗不咬人，咬人的狗都不叫”。例如，在1987~1988年冬季，没有任何关于煤气供应短缺的报道：很少有老年人在他们位于布朗克斯区的公寓里挨冻，等等。这意味着燃料供应充足。这种消息一般都上不了头版头条——事实上，值得报道的一般都不是什么好消息。不过，燃料便宜对有些行业是利好消息，例如航空业。“还有汽车旅馆和迪士尼。”我补充道。

“完全正确，”万格说，“类似的，印度大约每年都会经历一场自然灾害——每年季风会为这一地区带来大量降水，暴雨引发的洪水使许多人无家可归。不过，这一切通常只不过意味着今年季风确实来过。随后，人们又重返家园。如果某年季风不来，那才真是一条新闻。”

换句话说，万格建议，如果投资者到时候没有看到“印度发生水灾——上万人无家可归”以及诸如之类的新闻，那么这意味着在印度，暴雨没有如期而至，这时就应该考虑下黄豆期货了。

夸大的新闻

过分夸大的新闻也可以创造机会。一座核电站出现泄漏事故或一场即将到来的龙卷风都会引起记者和公众的过度关注，尽管它们其实远没有那么危险。1979年，当“太空实验室”① 将进入大气层坠毁时，全美国所有的航班都取消了飞行。但是，即使“太空实验室”残骸分解成500多块金属物体坠落下来，全美国有人被击中的概率也仅为1/20 000。由于美

① 1973年5月14日发射升空的“太空实验室”(SkyLab)是美国第一个试验性航天站，由轨道舱、过渡舱、多用途对接舱、太阳望远镜和“阿波罗”号飞船五个部分组成。1979年7月11日“太空实验室”进入大气层烧毁。在坠毁过程中曾发生失控，导致部分残骸碎片散落在印度洋东南部及人烟稀少的澳大利亚西部，砸死了一头牛，没有伤及人类性命。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国航空及太空总署（NASA）有能力控制降落区域，这个概率又可以降到1/100 000。又由于每天都有大约130个美国人在车祸中丧生，因此对美国人来说，死于车祸的可能性要比被"太空实验室"碎片击中的可能性高几百万倍。

万格问了一个切合实际的问题："为什么人们不按照统计概率来如实衡量风险呢？"他认为，一种解释是，人们不喜欢通过数学计算估计危险实际发生的概率。另外，不常见的事件肯定比司空见惯的事更有报道价值。"太空实验室效应"告诉我们，由于市场总是倾向于过分担心发生可能性极小的灾难，因此一些有可能遇到麻烦但这种可能性极小的稳健型公司还是有一定投资价值的。当某家公司确实遇到了大麻烦时，其股票跌幅一般大于应有的调整幅度。华尔街称这种现象为："股价对坏消息的过度贴现"。因此，正如万格指出的那样，当市场由于夸大其词的利空消息而对一家好公司的股票极度悲观时，赚钱的好机会也就来了。

在情况不妙时有些公司却反而做得更好。例如，HRB税务代理公司利用报税的复杂性赚钱，CCH公司（Commerce Clearing House）受益于政府管制，保险代理公司在经济困难时期财源滚滚。万格将这类股票称为"苦命股"。

好公司的标准

万格检验一家公司是否为好公司的标准主要有三个：增长潜力、财务状况，以及基础价值——他将之称为"三足鼎立"。

1. 增长潜力体现在五个方面：1）公司产品的市场不断扩大；2）良好的产品设计；3）有效率的生产；4）强大的销售；5）合理的利润率。一家公司具有较高的获利能力一般是因为其在某个方面具有特殊优势，如技术。他举了赛天使（Scitex）公司的例子，该公司总部位于以色列，专门为图形设计师设计开发计算机系统。他喜欢那些市场份额独占鳌头的企业，例如生产安全防护设备的MSA公司（Mine Safety Appliances）。"做百合花球茎行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的老大也比做拖拉机行业的老三好。宁为鸡口，无为牛后。”万格说。一家电视台，或一个地区性商业商场，或一家报纸都可以形成区域性垄断。劳斯公司（The Rouse Co.）是一家在商业中心行业占有主导地位的公司，该公司在波士顿开发了法纳尔会堂（Faneuil Hall）市场，在巴尔的摩开发了“海港项目”（Harbor Project）商业中心。在媒体公司中，万格喜欢《纽约时报》——他指出，“没人会打算从台湾地区进口报纸”；他还喜欢 A. H. 贝乐（A.H.Belo），该公司拥有自己的广播系统和《达拉斯晨报》（*Dallas Morning News*）。这些公司公布的盈利数据没有太多参考价值：投资者应该关注现金流和基础资产的价值。

接着，万格寻找那些具有优秀的管理层的公司，一家好公司的管理层应该懂得自己的行业，精于营销和销售，并对顾客有奉献精神。他偏好那些管理层持股比例高的公司，这样管理层和外部股东利益才能更加一致。

2. 万格希望能确信公司的财务状况良好：负债低、营运资本充足、会计制度比较保守。一份稳健的资产负债表可以保证公司盈利在增长的同时，现有股东的权益资本不会被稀释。

3. 最后，股价必须有吸引力。万格指出，机构投资者经常误将一家公司和它的股票等同起来，好公司不一定有“好”股票——许多好公司的股价可能已经被市场高估了。

为了检验自己的判断，万格设计了一个屡试不爽的“试金石”——“退出试验”。“你不妨假设自己正在玩一个游戏，你有位性格古怪的朋友在一家大银行工作，他主动提出以 10% 的利息率借给你一笔钱，你可以用这笔钱以当前的市场价格买下你正在研究的这家公司的所有股票。如果你研究之后说：‘好，太好了！给我贷款，我要买下那家公司的全部股票。我将辞职去经营这家公司。这笔生意太划算了。’那么恭喜你，你可能发现了一只真正的好股票。不过，如果你说，‘唉，我想我还是保持现在这个样子吧’。那么这只股票就没有足够的投资价值，或许你还是看看再说吧”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资与投机

为了评估一只股票的价值，万格会先让他的分析师估计这家公司未来两年的盈利或——如果是重组概念股——分拆（breakup）价值[①]。接着，在计算机上利用红利折现模型可以计算出到时的市盈率，进而得出目标价格。然后，当股票从当前市场价格涨到目标价格时的期望收益率也就很容易计算了。他再检查预期收益率数据，以确定他的分析师的预期和市场上其他分析师有何不同。

投机权（speculative rights）就是赌价格变动方向的权利。投机者可以通过持有期权、混合证券[②]以及其他衍生工具获得在相应标的资产上进行投机的权利，而不必持有标的资产。不过，对于那些真正的投资者来说，他们并不打算投机，因而获得纯粹的投资权就够了。按照信托投资的“审慎管理人原则”的要求，你为委托人购买股票几乎就是为了持有，而不是为了交易。事实上，这项原则规定“不许投机”是非常明智的。许多违背了这一原则——这种现象在今天非常普遍——的受托人都把受益人的钱亏光了。当然，那些优秀的投资者不会仅满足于盈利和分红，而是要超越市场，因此他会参与投机交易。不过，从本质上讲，投机是一种零和博弈，因此有些投机者赚钱，就必然有些投机者亏钱。事实上，人们通常会为获得投机的权利而支付过高价格。因此，或许你应该卖掉他们急着想得到的东西。

鲁宾斯坦原则

万格采用了“自上而下”的投资策略。他先从市场上那些看起来比较有

① 分拆价值（breakup value）又被称做私有化市场价值（Private Market Value，简称 PMV），指将一家公司的资产分拆后的变现价值。一般情况下，当一家公司有被接管或收购可能时，需要考虑其分拆价值。——译者注

② 混合证券（hybrid security）一种包括两种或两种以上金融工具的证券。混合证券通常具有债券和权益双重属性。最典型混合证券是可转债。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吸引力的股票板块着手，并将分析范围限定在这些板块中最好的几只股票。他称这种方法为鲁宾斯坦法则：一个股票板块要么值得大力投资，要么不值得投一分钱。他解释说，这是阿图尔 · 鲁宾斯坦[①] 在伦敦担任一场钢琴比赛评委时所采用的方法。根据规定，鲁宾斯坦要为每一位选手打分，范围从0分到20分。比赛结束时，主办方非常吃惊地发现，这位钢琴大师除了给极少数选手打了20分外，其余的全是0分，没有人得中间的分数。他们问他分数为什么给得这么极端。“很简单，”鲁宾斯坦回答道，“他们要么会弹钢琴，要么不会。”

一个值得投资的股票板块必须能够在5年或更长但时间里保持其吸引力。万格的投资组合换手率非常低——平均每年只有25%。也就是说，他每年卖掉投资组合中1/8的股票，并买进同样数量的其他股票。如果购买某只股票的主要理由或“隐喻”仍然有效，那么他会继续持有它。由于换手率如此之低，橡子基金是交易费率最低的权益型基金之一。

橡子基金投资组合最近持有的股票板块主要有：信息业（28.9%），消费品和服务（17.1%），工业品及服务（10.6%），金融业（10%），房地产业（8%），能源业（3.8%），外国股票（16.5%）。外国股票已经取代能源成为主要的投资板块。

建议

万格喜欢软件公司和提供数据库服务公司。计算机硬件设备价格的不断降低意味着这类公司能够不断提升经营业绩。这些公司包括：邓白氏公司（Dun & Bradstreet）旗下的IMS国际公司以及信息资源公司（Information Resources，简称IRI）。IMS在世界范围内跟踪药品的销售情况，并向药品生产商提供相关报告。信息资源公司则专注于收集、分析消费品信息，并向企业提供营销计划的测试和评估服务。橡子基金持股量最多的软件公司

① 美籍波兰钢琴演奏大师阿图尔 · 鲁宾斯坦（Artur Rubinstein，1887~1982年）是20世纪最伟大的钢琴家之一，尤其在演奏肖邦的作品方面，有着不朽的地位。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是 Systematics。该公司的软件可以满足银行业数据处理方面的所有需要。Pansophic 系统公司则提供一种跨平台的、可以显著提高数据交换、恢复以及信息管理效率的软件。

在计算技术飞速发展中受益的保险公司包括专注于小额保险的大陆寿险和事故险保险公司（Colonial Life & Accident），以及联合火险和事故险保险公司（United Fire & Casualty Company）。

房地产业

20 世纪 70 年代，有位朋友告诉万格没有一家机构持有房地产公司的股票。还有一位朋友向他透露地产股不在他们银行考虑的范围之内。他感谢他们向他提供了这些消息，然后就告辞了，并立即买进了科格尔房地产公司（Koger Properties）和伊利诺伊大陆房地产公司（Continental Illinois Properties）的股票。“毕竟，”他解释道，“我的乐于助人的朋友已经解释了地产股整体低迷的原因，并且告诉了我几年后谁将从橡子基金手中高价接过它们”。万格指出，首先，在过去 10 年，大多数地区的房价都翻了一倍，这点投资者已经注意到了；其次，美国和国外投资者正以 10~14 倍的现金流量来购买高质量的房地产，而地产股的价格只有现金流量的 5~10 倍；第三，机构投资者在退出房地产信托市场后，最终必然会重新加大对地产股的投资。

“洛克菲勒中心地产公司的股票，”万格说，“曾长期低于 20 美元的发行价。现在，这家公司实质上变成了指数化债券[①]，其收入随着消费品价格的上涨而上涨。事实上，如果纽约房地产市场陷入低迷，那么它将是最坚挺的一个地产项目。”

“如果政府实施房租控制怎么样？”我问，“他们用住房房租控制制度彻底摧垮了廉价房租赁市场后，正在讨论在纽约实施商业房地产租金控制。”

① 指数化债券（Indexed Bond）：一种利率根据某个通货膨胀指数调整的债券。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“确实是这样。”万格说，“我读大学时的一位室友的母亲是一个寡妇，她的全部财产是一套位于布朗克斯区的房子。她主要将这套体面的房子租给中等收入的房客。由于实施房租管制，她租房获得的收入还不够弥补房屋维护成本，因此她不得不放弃了出租，从而失去很大一块收入了。那座房子失去了价值，破损严重，现在几乎成了一片空地。我不知道到底谁是房租控制制度的受益者！事实上，通过房租控制制度，那些政客将一个优质的中产阶级社区变成了一大片市区荒地。但是，洛克菲勒中心不会受到类似影响”。

尽管万格将商业房地产当成了对冲通货膨胀的好工具，但是他仍然坚持寻找那些财务稳健、经营良好的公司，例如格雷夫布洛斯公司（Greif Bros）。

购物中心涵盖了万格的三个主要投资概念：房地产、节约能源以及娱乐消遣潮流。“例如，”他曾经写道，“购物中心非常有投资价值，因为大型区域性购物中心可以节省购物时间，而且由于店铺分布集中，购物者不需要驾车往返奔波就可以买到想买的大部分商品，因而可以节约大量能源。最成功的商店是那些充分利用信息技术——主要是电视广告——的公司，电视广告可以提高公司品牌在全国的知名度以及连锁商店的形象。”他持有的购物中心公司包括赛策勒房地产投资公司（Sizeler Property Investors），这家公司在路易斯安那、佛罗里达和亚拉巴马都有购物中心；以及温加滕房地产投资公司（Weingarten Realty Investors），该公司的购物中心主要集中在得克萨斯。

银行业

万格很欣赏《爱丽丝漫游奇境记》的作者刘易斯·卡罗尔（Lewis Carroll）在《西尔维和布鲁诺》（*Sylvie and Bruno*）中所描写的一个情节。故事是这样的：一位教授欠一位裁缝一笔不多不少的钱。每当裁缝催账时，教授都会主动提出，只要能再宽限一年，他愿意将所欠债款双倍奉还。这样几年后，教授欠裁缝的债款累计到了 2 000 英镑，不过他知道裁缝为了下年的双倍收入还会允许他继续拖欠下去，因此他就一直拖着，裁缝也永远得不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到这笔钱。这本书是1889年出版的，万格计算了一下，如果这两人现在还活着的话，教授将欠裁缝 10^{33} 英镑！

“如果债务人是一个国家，例如阿根廷或波兰，而且这个国家既没有担保品，也没有还债的打算，那么银行何时才能意识到他们遇到的是一位故意赖账的教授呢？”万格说，“由于复利效应，逾期贷款每延期一次都会将本金的数量向太虚幻境推进一点。”恰恰因为存在这种恐惧，一些银行股的价值被低估了。万格特别青睐地区性的小银行，如第一夏威夷（First Hawaiian）或威明顿信托（Wilmington Trust Co.）。“不过，我们寻找的是那些由银行家而不是由裁缝管理的银行”，他指出，对于“盛气凌人的银行家”（aggressive banker）一词，应该像理解“盛气凌人的主妇（aggressive mistress）”一样从其字面意思的反面来理解。

环太平洋地区

前面已经提到，万格对环太平洋地区的国家及地区如新加坡、中国香港、中国台湾非常乐观。具有这一概念的股票包括：航空股，主要有国泰航空和新加坡航空；旅游股，例如嘉年华邮轮公司和迪士尼；以及奢侈品制造商，如沃特福特公司。另外，投资者还可以查看橡子基金的投资组合，以跟踪万格的选股策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

沃尔特·卡伯特：哈佛大学财务主管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为哈佛大学的财务主管，保罗 · 卡伯特（Paul Cabot）管理着这所大学的捐赠基金，在他的管理下，15 年里，这笔基金从 2 亿美元增加到了 10 亿美元。当时，为了方便管理，卡伯特在他的公司——道富投资管理公司（State Street Management & Investment）——中为哈佛大学捐赠基金开设了一个独立账户，并象征性地每年收取 20 000 美元的管理费。后来，随着捐赠基金规模不断增长，哈佛大学感到有必要建立一个独立的机构来管理这笔资金。于是，1974 年，哈佛管理公司（Harvard Management Company）应运而生。

当年，我造访了这家刚成立不久的公司。它在一幢位于波士顿联邦大道与富兰克林大道交汇处的小楼的第六层办公，离卡伯特的道富投资管理公司只有几百码远，办公室整洁而时尚。当时，我会晤了刚上任的公司主管沃尔特 · 卡伯特（Walter Cabot），以及权益投资部的主管约翰 · 蔡斯（John Chase）。1986 年，我再次造访这家公司时，其管理的资金的数量已经增加了两倍，办公室从原来的一层增加到四层，办公面积是原先的 4 倍。今天，哈佛管理公司雇员数量有 120 人左右，管理的捐赠基金超过了 46 亿美元，每年开支（还有其他工作）约为 1 000 万美元——比保罗 · 卡伯特收取的 20 000 美元年费多多了！尽管如此，这家公司的效率仍然是相当高的：哈佛为其投资组合支付的管理费费率还不到 0.25%，比其他许多大学都要低。

不过，十几年后，公司的办公室看起来不再时尚。入口处的家具显得与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环境不太搭配，略显俗艳，这些家具都是最近几年在波士顿比较受欢迎的新款式。在接待室，经常可以看到来自纽约大型经纪公司的销售人员，哈佛管理公司是他们要拜访的重要一站。这些人一般都是一身笔挺的黑色细条纹西装，里面是领子和袖口雪白的蓝灰色衬衣，打着赫米斯牌（Hermès）领带，脚上是黑色古奇牌（Gucci）皮鞋。经理们在办公室里走动，个个像不修边幅的大学系主任。（有哪个传统的波士顿人穿过新皮鞋或戴过新帽子吗？）非常有趣的是，这些衣着光鲜的来访者和穿着略显老土的捐赠基金监护人之间形成了鲜明对比……不过，是后者在管理着这笔资金。

1988 年我第三次造访哈佛管理公司时，它已经搬进了位于波士顿商业区的联邦储备大厦，离海滨只有几个街区的距离。这是一座极其现代的建筑，不过其风格并非波士顿最近十分流行的典型的“后现代主义”风格[①]。

哈佛管理公司的办公室装修风格也比最新流行风格落后了一步——或许这样更合适。大厦 15 层进入哈佛管理公司办公室的玻璃门上没有公司名字。在办公室里面，墙壁的颜色是那种介于灰白色和米黄色之间的冷色调，看起来和铺满整个地板的米黄色地毯很相配。家具都是当代风格的，经过了仿古磨损。跟上次来时相比，这里的气氛又有了变化：四处走动的纽约经纪人少了，秘书们的闲谈多了。

哈佛管理公司的创建工作开始于 1973 年乔治·帕特南（George Putnam）成为哈佛大学财务主管之时。帕特南意志坚强，有着一双明澈的蓝眼睛，当年只有 49 岁。他还管理着一个家族公司，这家公司已经卖给了威达信公司，因此工作繁忙，很少有空闲时间；他有一半时间用来管理这家公司，每年领取一笔可观的薪水，管理哈佛管理公司只是他作为哈佛大学财务主管诸多工作中的一项工作。哈佛学院校长与理事委员会（哈佛大学的法人和最高行政管理机构）认定有必要成立一个专门的机构来管理捐赠基金。首先，帕特南聘请了沃尔特·卡伯特来管理哈佛管理公司，后者是身材矮小、脾气暴躁、

---

① 波士顿城区的土褐色砖墙建筑仍然迟迟不肯让位于在其他美国城市十分常见的那种现代玻璃幕墙建筑，不过在波士顿商业区这个阶段已经被远远超越，在这里后现代主义建筑如雨后春笋般涌现：鲜明生动的色彩，稀奇古怪的装饰风格，笨重的石雕。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出口粗俗的前哈佛财务主管保罗 · 卡伯特的侄子，曾在帕特南管理公司工作了 7 年，后成为威灵顿管理公司的高级投资主管和执行董事。

接着，帕特南请来了年仅 26 岁的乔治 · 西格勒（George Siguler），后者当时正在明尼阿波利斯市（Minneapolis）的投资者分散化服务公司（Investor' Diversified Services）工作。西格勒有一天打电话给帕特南让他帮忙找份工作。帕特南邀请他来波士顿，并发现他非常熟悉捐赠基金管理中经常用到的新技术：证券出借、期货、债券免疫等等。西格勒思维活跃，说话时语速快而且抑扬顿挫，脑子里不时迸出新的想法。帕特南让他负责交易室（trading desk）以及许多新奇玩意（exotica），特别是风险资本。

尽管从表面上看哈佛管理公司有些传统，但从一开始它就是一个充满活力的机构。沃尔特 · 卡伯特和西格勒一项重要的革新是期权交易部。期权交易与信托投资的"审慎管理人原则"格格不入。做这种交易就像是在赌博，除非你认为你的道行比那帮老谋深算的对手更深，否则最好还是别参与。你不是庄家，获胜的概率并不比其他选手大；相反，只有当你比别的选手技高一筹时才能获得一些优势。一个活跃的交易室更像是一个机场跑道已被龙卷风摧毁、待降落飞机数量又超过程序设计范围的机场控制塔。或许，比喻得更彻底一些，整个交易室忙得就像遇袭的珍珠港一样。不管怎么说，这是一项让人筋疲力尽的工作，你随时都要准备根据计算机实时交易系统给出的信号做出决策，以战胜市场上其他精明的参与者。

起初，期权交易部经理宋冰（Bing Sung）及其团队只交易那些基于公司投资组合所持有头寸的期权。后来，这种限制被取消了，因此交易员现在可以自由交易"裸露"期权[①]，即那种与捐赠基金所持有的头寸毫不相干的期权。他们还交易货币或商品。这些都是没有任何投资成分、风险巨大的纯

① 裸露期权（naked option）又称无保护期权（uncovered option）指卖出期权却未持有相应标的资产的多头或空头头寸作为保护。无保护期权可分为两类：无保护看涨期权和无保护看跌期权。前者指卖出看涨期权却没有持有相应标的资产的多头头寸作为保护，后者指卖出看跌期权却没有持有相应标的资产的空头头寸。与此相对的是有保护期权（covered option）。出售无保护期权可能带来可怕的后果——理论上讲，出售无保护看涨期权承担的风险是无限大的……2004 年中航油因出售石油看涨期权而导致 5.5 亿美元的巨额亏损就是一例。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机游戏。对交易活动实施控制不是一件容易的事，因为交易进行得太快了，有些交易员在交易中可能存在放纵行为，但这很难被及时发现。因此，你必须设定严格的交易准则，用电脑尽可能严密地监视一切交易活动，并随时保持警惕（银行偶尔会在货币交易中损失数亿美元）。西格勒和宋冰都已经离开了。卡伯特说公司现在对金融衍生工具的运用比原来保守多了。

哈佛管理公司总的财务目标是 8% 的长期“总收益”——分红和利息收入加上资本利得。每年哈佛管理公司将这些收入中的一半，亦即 4%，用于应付大学的日常开支（哈佛大学每年的开支约为 8 亿美元，包括给 3 000 位教师和 9 000 名其他雇员的薪水）。另外未分配的 4% 滚入资本以保持增殖。此外，哈佛大学每年还能从外部获得相当于捐赠基金总额 2% 的捐赠，因此哈佛大学每年可供花费的资金达到了总投资组合的 6%。

哈佛管理公司有三个主要“账户”。第一个是“校长和理事基金”（The President and Fellows）——也是最大的一个。该账户实质上是一只大型互助基金，管理着哈佛大学以及各学院收到的捐赠。作为“校长和理事基金”组成部分的“中央哈佛”（Central Harvard）的规模实际非常小。校长和理事基金大部分都分散在其他一些独立的账户中：神学院、福格（Fogg）艺术博物馆、捐助学术奖金，等等。

还有约 2 亿美元分散在 250 个由哈佛控制或负责监督的账户中：哈佛燕京学社[①]，一系列慈善性信托组织，等等。（将这些账户合并到一起固然可以使管理容易些，但这要求哈佛管理公司有一张信托公司牌照，而目前还没有，尽管公司一直在考虑申请信托公司牌照。）

此外，哈佛还频频收到各种各样的捐赠，从伊塔蒂庄园[②]到一条小船、一个农场等等，五花八门，不一而足。哈佛管理公司负责处理这些资产，如

---

① 哈佛燕京学社（the Harvard-Yenching Institute）是由哈佛大学和燕京大学于 1928 年共同成立的一个独立组织，致力于提高东亚和东南亚的人文社科教育水平。该学院最初由美国铝公司（Aluminum Company of America）的创立者查尔斯·马丁·霍尔（Charles M. Hall）提供资助。尽管和哈佛大学有密切关系，但是它在财务和法律上都是完全独立的。——译者注

② 伊塔蒂庄园（villa I Tatti），伯纳德·贝伦森（Bernard Berenson）在佛罗伦萨市外的别墅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果合适就持有或开发，否则就卖掉。如果没有附送维护金，一座建筑本身通常不是特别受欢迎的礼物。如今，在哈佛大学愿意接受你曾祖父在纽波特的城堡之前，你还必须附送上足够的维护金才行。哈佛不是国家信托基金会（National Trust）① 的会员，还要担心“因地致贫”②，因此倾向于拒绝接受那种以后会成为“无底洞”的礼物，并坚持接受那些以后可以顺利脱手的赠品。不过，哈佛破例接受了伊塔蒂庄园，由于其日常维护费用相当可观，最后哈佛不得不单独对其进行成本核算。来访的校友抱怨学校的待客之道过于寒酸，但哈佛认为其主要的收入应当用于教学。

哈佛管理公司第四项职能是管理哈佛大学的流动资金；就是说，它起了一个大型货币基金的作用。每天各学院的富余款项和收到的捐赠金都流入这个资金池，由哈佛管理公司集中管理。

充分利用外部资源

从一开始，沃尔特 · 卡伯特就决心从外界大量聘请投资经理并将投资组合交给他们管理，希望借此提高业绩并不断为公司团队带来一些新思想。公司管理的捐赠基金分成了 12~15 个不同的资金池。有一个高级管理委员会负责在它们之间分配资金。

从 1974 年开始，哈佛管理公司花了大量的时间与剑桥联合有限责任公司（Cambridge Associates LLC）——一家投资绩效监督公司——合作，试图找到比自己更优秀的投资顾问公司。在约见了 250 家公司后，选中了 5 家：3 家公司负责权益投资，它们分别是埃伯施塔特合伙公司（Eberstadt & Company）、丰信国际信托公司（Fiduciary Trust）以及麦凯－希尔兹公

① 国家信托基金会（National Trust）是英国地位最崇高的保护性公益组织，其职能是维护历史古迹及自然景观，保存供一般民众欣赏，并提出了“永属全民之地”（Places for People for ever）的构想。目前，该组织在全球有 340 万会员和 43 000 位志愿者。——译者注

② “因地致贫”（land-poor）即拥有大量不能获利的土地，但又缺乏资金加以改造或维持。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司（MacKay-Shields）——这些公司都位于纽约；两家公司负责债券投资，它们是布朗兄弟公司哈里曼公司（Brown Brothers，Harriman）——也位于纽约——以及斯卡德·史蒂文斯·克拉克公司（Scudder，Stevens & Clark）——位于波士顿。哈佛管理公司为每家公司分配了2 500万美元的资金，总计1.25亿美元，约占当时哈佛管理公司有价证券投资组合的10%以上。

这样，在哈佛管理公司总投资组合中，由外部投资顾问公司管理的基金占到了5%或6%。再加上约占5%的有限责任合伙企业、杠杆收购基金等，哈佛管理公司总投资组合的11%是由外面的机构负责管理的（这个数字最高时曾达到15%）。

现在，原先的几家外部顾问公司已经全部不用了。我略带挖苦地提及此事。沃尔特·卡伯特认为，过于频繁地根据绩效监督方法调整决策会让你正好在趋势就要结束时入市。我回答说我在自己的书中经常写到，将资金交给那些在最近几年业绩表现甚佳的投资经理或互助基金来管理是仅次于最优解决方案的方案：最好是发现一种现在已经不再流行的投资策略，并将资金委托给仍然在使用这种策略的投资经理或基金。

> 正确的办法是分析一位成功的投资经理在过去10年中所使用的投资技巧。如果其业绩是通过一流技巧取得的，那么你还要进一步考查他比较擅长的那类股票最近是否有大行情，或者与此相反，它们已经被投资者抛弃，因而更有投资价值。
>
> 如果情况属于后者，那么你或许找对人了。你可以确信这位投资经理仍在使用过去长期有效但最近不再流行的方法，并聘请他。而且，你还应该授予这位投资经理更大的投资额度，因为他擅长的这类股票迟早都会重新恢复涨势。这位经理或许因为近两年业绩不佳而刚被一家过于重视绩效的机构辞退，但是，这两年可能也是他选择的股票积累反弹力量、酝酿一波大行情的两年。[①]

① 约翰·特雷恩，《资本的保值和增殖》（*Preserving Capital and Making It Grow*），纽约：克拉克森.N.波特股份有限公司（Clarkson N.Potter，Inc.），1983年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，要做到这点，你不仅要十分了解投资市场而且还要有主见，不人云亦云，因此这种方法比绩效监督方法要复杂。不过，这种方法也更有效。

卡伯特发现目前养老金基金所采用的管理方法相当保守："他们仍然在使用10年前我在那里时就在使用的方法和工具。"哈佛管理公司与此相反，总是在不断尝试新事物。"如果你不得不找出10种不同的做同一件事的方法，那你就必须做到。"他说，"否则，你就会落伍。"对此，我不敢苟同：投资的精髓至少在最近一个世纪内并没有发生多少改变，而许多新的投资方法不过是添乱而已，实际上起不到多大作用。即使它们一开始是有用的，但是不久别人也会采用同样的方法，因此如果不能排除干扰，你的优势也就不复存在了。而且，有用的方法就是好方法，不在于新旧或名字好听与否。

不管怎么说，在发现业绩监督方法效果不明显后，哈佛管理公司转向了一种不同的（在我看来也是更有成效的）方法：寻找并利用比自己更优秀的投资管理公司。现在有8家公司被委以重任：

1. 两家负责外国权益投资的公司：奥克斯利合伙公司（Oxley & Co.）和格兰瑟姆－梅奥－范奥特罗合伙公司（Grantham，Mayo，Van Otterloo），两家公司都在波士顿。

2. 两家负责外国债券投资的公司：美国银行（Bank of America）世界投资部（Worldinvest division）；S. G. 华宝公司（S.G.Warburg），它们都在伦敦。

3. 两只对冲基金：杰罗尔德·法恩（Jerry Fine）[①]管理的查特－奥克合伙公司（Charter Oak），位于康涅狄格州的纽波特市；托尼·卡罗夫（Tony Calluffo）管理的卡罗夫联合公司（Calluffo Associates），位于新罕布什尔州的朴次茅斯。

4. 一只专业保险基金：PSCO合伙人基金（PSCO Partners），由菲洛史密斯公司（Philo Smith Co.）管理，位于康涅狄格州的斯坦福。

5. 一只由唐纳德·B·史密斯（Donald B.Smith）领导的市净率基金

① Jerry Fine，即本书第二章介绍过的Jecrold Fine。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(price-to-book value ratio fund)，位于新泽西州的帕拉默斯。

卡伯特说他发现要找到业绩持续超过平均水平的投资管理公司十分困难。的确如此！

即使是表现最好的外部投资管理公司也不可能对哈佛管理公司的整体业绩产生多大影响。因此，卡伯特说，"对我们来说，和公司外面的优秀投资经理保持联系——发现他最好的想法——也许比他对我们的业绩贡献更重要。"卡伯特求贤若渴，经常从公司外部聘请一些能人异士进来，这样他的团队就可以从这些人身上学到很多东西。另外，哈佛大学有许多在经济和科学领域从事教学和研究工作的教授，近水楼台先得月，哈佛管理公司自然可以从他们那里得到许多投资方面的真知灼见。

一家负责外国权益投资的公司所用的一种策略非常有趣。格兰瑟姆—梅奥—范奥特罗合伙公司——其管理人员都是从波士顿的巴特利马奇金融管理公司（Batterymarch Management）出来的——为哈佛管理公司管理着 8 500 万美元的外国股票。他们认为最知名的欧洲股票——相当于 20 世纪 70 年代初美国股市中的"漂亮 50"——与那些不是特别知名的股票相比，价格被严重高估了。基于这种观点，他们在欧洲市场只买进次级股[①]而不是那些最出名的股票。这种策略在牛市上是正确的，但如果遇到熊市，次级股可能会跌得更惨。

这种定价异常首先要归咎于一些瑞士银行所偏好的投资策略——而这些银行在总体上对具体一些股票所掌握的信息并非很充分，例如它们对西班牙股票的了解肯定不如西班牙的机构投资者多，但它们却认为自己对各国金融市场了如指掌。因此，如果一位瑞士银行家认定西班牙股市即将上涨，那么他会打电话给他的客户，"西班牙的股票有投资价值"，并买进三四只市值最大或最知名的西班牙股票——这也难怪，人们都喜欢流动性高的股票，在这些市场可以快进快出。于是市值最大的几只股票相对于仅次于它们的次级股吸引了过多的投资。而这种扭曲早晚会得到纠正，因此

① 次级股（Secondary Stock）指那些在某些方面次于蓝筹股（blue chip）的股票，例如，公司质量较差，风险较高或市值较低。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你应持有次级股并耐心等待。

指数化

几年前哈佛管理公司决定，由于大多数投资管理公司的业绩都未能超过标准普尔 500 指数，因此还不如将一大部分投资组合“指数化”，这样这部分投资组合的表现就几乎和标准普尔指数完全一致了。一个指数化投资组合实质上就是买进并持有与其要跟踪的指数——道琼斯指数、标准普尔指数，等等——成分完全一致的一篮子股票。这样做的好处是减少了需要主动管理的投资组合的规模。比如说，如果你的股票投资组合有 20% 实行了指数化，那么你只需要用心管理剩下的 80% 就可以了。正如卡伯特所说，“如果我们 19 亿美元的投资组合有 4.7 亿美元——即 25%——实行了指数化，那么，从流动性角度考虑，我们需要费心管理的现金就减少了许多”。在我看来，这种想法可能是正确的，但其结论却似乎有些不合逻辑。如果在扣除成本后你能打败市场，那么你就应该可能进行主动管理。否则，你最好还是采用一些类似指数化的被动投资策略。

指数期货有时会出现可观的升水或贴水。此时，哈佛管理公司会在指数期货和相应的一篮子股票之间来回交易——卖出指数期货、买进相应股票或者买进指数期货、卖出相应股票。用卡伯特的话说，“我们有一只主动管理——非被动管理——的指数基金。就是说，在必要时，我们可以利用指数衍生工具进行套期保值或套利。这在某种程度上可以降低风险，提高收益。大多数投资经理都不能打败指数，既然如此，我们认为如果不能打败它们，那么还不如加入它们。这种做法很灵活。我们能很容易地调整所承担的风险水平”。今天，金融期货的交易量已远远超过了股票市场的交易量，因此金融期货市场已经变成了一个相对“有效的市场”，而且指数套利（Index arbitrage）已经不能带来太高利润了。

我问在过去 5 年或 10 年公司的指数基金相对于公司的主动管理型投资组合的表现如何，卡伯特说他不太确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品线

一开始，哈佛管理公司内部管理的权益被划分成三个“产品线”：

1. 一种为成长型股票“基金”，该“产品线”的投资经理主要购买那些盈利高速增长的公司的股票。

2. 一种为“价值型产品”，其投资经理专注于寻找便宜的股票，不管它们从事的是什么业务。卡伯特评论说买到那些已经处于涨势末尾或被高估的股票是难以避免的。分析技巧包括研究诸如市盈率、市净率、股息率、市值与销售额之比、市值与成本之比之类的财务比率，以及寻找盈利能力有可能出现反弹的股票，等等。

3. “利基”股[①]：中小型公司尤其是那些未来盈利可能出现强劲增长的公司的股票。

当时机合适时，可能会卖掉一个“产品线”上的股票然后将资金再投入到另一个“生产线”上。同样，如果某“产品线”投资经理打算购买其实是属于另一“产品线”的股票，那么他应该先和那个“生产线”上的投资经理核实一下，以免造成重复研究，浪费物力人力。

“到去年为止，”1987年卡伯特对我说，“哈佛管理公司已放弃了‘产品’的概念——价值型产品、成长型产品，等等。现在它只有一种‘权益选择投资组合’。(select equity portfolio)。现在，该组合中有20%是小盘成长股。我们相信这些股票价值被严重低估了。我们很少投资标准工业股。”

“我们比较重视各投资品种在整个投资组合中的相对价值。例如，是购买道氏化学公司（Dow）——一家不错的公司——还是购买美国信孚银行的股票呢？道氏化学公司的市盈率是15倍，而信孚银行只有4倍的市盈率。我们尽可能保持对价值的敏感性。为了做到这点，你必须提前买进股票，这样就无法做到精确的时机选择。你必须要有耐心和毅力，并坚信这些股票的

① “利基”股（Niche stocks）指那些在细分市场（Niche market）中占有优势地位的公司的股票。股票分析师比较青睐这种股票，因为总体而言，此类公司比那些面临激烈市场竞争的公司的利润率更高。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值最终能够得到市场认同。我们对上市公司所处的各个行业都有一定的了解，清楚怎样做生意才能发财，哪种生意更有前途。”

“最近两年的一个变化是，我们尽可能地摆脱华尔街的经纪公司。原先我们常向他们咨询，但现在看来他们只能使我们分神。他们都是短期投资者，不关注长期。为了得到佣金，他们只能说服你频繁交易。因此，我们越来越多地依靠自己的研究成果。我们发现通常经纪人在价值评估方面——例如，一个股票板块是否比另一个股票板块更有投资价值——并没有多少高见。当然，在某一股票板块内，比如制药业，有些经纪人会有许多真知灼见”。

打造团队

卡伯特感到多数投资经理都认为他们公司内部存在着竞争——当然，在经纪公司，确实存在着这种情况，经纪人为了佣金而明争暗斗。在哈佛管理公司，由于所有人都是在为同一投资组合工作，因此卡伯特鼓励下属建立一种非竞争性的、相互协作的良好氛围。他发现，对那些优秀的经理来说，参与整个决策过程比在某一具体行业做股票分析师更有吸引力。卡伯特说他要做的是打造一个有良好集体判断力的团队，而不是将一群专才拼凑在一起。例如，他指出，“如果你不懂债券和利率，就很难理解经济周期，因此也就无法弄清楚债券市场和股票市场之间的关系。与此类似，如果你不懂股票市场，你就不可能完全理解债券市场”。因此，从新人到最老员工，所有哈佛管理公司所有职员都要参与到整个投资过程中来。此外，卡伯特喜欢雇用那些善于思考的人，并让他们经常更换工作岗位。

哈佛管理公司的基准工资在投资业内是相当有竞争力的。据估计，沃尔特·卡伯特年薪在50万美元左右。哈佛大学不愿公开具体数字，因为资产管理人员的薪水比教师的薪水高得太多了。尽管雇员不可能持有任何公司的股份，哈佛管理公司还很谨慎地引入了业绩分红，因为整个企业实质上就是一个合作社组织。业绩分红可能会带来内部竞争，因此和大学精神有些格格不入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司雇员的流动性不是很高。公司成立之初的三个关键管理人员已经各奔东西：约翰·蔡斯、乔治·西格勒，以及期权界奇才宋冰；此外，一位出类拔萃的化工行业分析师去了摩根士丹利，还有一些人辞职另立门户了。不过，情况还不算太坏。

在一本研究哈佛大学捐赠基金的书《伟大的善财》（*Great Good Fortune*）①中，作者卡尔·A·威格兰德（Carl A. Vigeland）把早期哈佛管理公司对新型投资方法和工具的利用和重视归因于乔治·西格勒，并说，他是帕特南在哈佛管理公司的代言人。西格勒的确为哈佛管理公司带来了股票出借以及衍生工具，但是据公司内部人士透露，他更擅长具体交易，全局判断方面略有欠缺。他们说，他实际上并不是一位领导者或行政管理人员，因此没有威格兰德在书中所暗示的那么重要。而且，帕特南在创建哈佛管理公司时并没有将西格勒当成他的代言人；相反，西格勒基本上是在卡伯特手底下工作，而且两人都要按董事们的指示行事。

那么，《伟大的善财》是不是误导了读者呢？我问。"那是一本糟糕透顶的书。"卡伯特摇着头说。其他一些熟悉内情的人对此也有同感。不过，这本书的确为公开研究这个迄今为止仍保留着几分神秘的组织开了先河。

进军私人投资领域

"我希望我们的表现能超过市场平均水平。"卡伯特说，"但怎样做到这点呢？我相信我们未必总能买到称心如意的股票和债券。市场行情瞬息万变，信息纷乱如麻，我认为用传统的选择股票和债券的方法不可能实现我们的目标。那么我们如何才能达到我们的目标呢？养老金基金管理业的投资风格一直是极其保守和因循守旧的。养老金基金经理通常关心的是他在同行中的相对表现如何，而不是绝对业绩。捐赠基金管理业与此相反，追求的是实

① 卡尔·A·威格兰德（Carl A. Vigeland），《伟大的善财：哈佛大学如何赚钱》（*Great Good Fortune: How Harvard Makes Its Money*），波士顿：霍夫顿—米芙林出版公司（Houghton Mifflin），1986 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际回报，而不是相对回报。因此捐赠基金经常能提出一些新的投资思路：房地产、风险资本、私人交易等等。他们更像是基金的所有者，而不是从外面聘请来的管理者，后者更倾向于追求相对业绩，而这样做迟早会碰到麻烦。因此，整体而言，捐赠基金的长期表现要优于养老金基金。我们有一种主人翁精神，并非仅仅将自己当成受雇者。

“抱着这种观念，我们开始寻找那些存在定价偏差的投资领域。我们很早就开始做证券出借[①]业务，并在这个领域取得了令人瞩目的成绩。现在证券出借业务的竞争过于激烈了，利润率已经大大降低。我们也是较早涉足私人权益投资的投资管理公司。我们注意到经纪公司在管理自己的资产时也从事私人权益交易，但养老金基金或捐赠基金却很少有这么做的”。

“现在我们正在逐步进入私人权益投资领域，就是投资那些没有在市场上挂牌交易的权益，如风险投资、杠杆收购、石油和天然气资产以及勘探开发，还有房地产项目。我们发现在这些领域投资面临的竞争较少。我们很容易找到有利可图的生意，因此回报相当不错。显然，这要以放弃流动性为代价”。

“我们有一个非常活跃的交易室。我们做日内短线交易，并从事指数套利。大量的小额交易有助于提高整体业绩。我们的投资部门分得很细，这样加总起来会有更好的表现”。

“当然，公司也鼓励寻找大的、战略性概念。不过，我们认为我们并不具备这方面的能力”。

“早在 10 年前我们就开始投资私人市场领域。”卡伯特说，“对于每项投资，我们都要持有两三年时间，直到我们可以看清其发展形势为止。我们在这方面的投资达 7 亿美元，包括房地产项目和风险投资。即使扣除资金的闲置成本，这些投资的收益率也能达到 25% 左右，因此这是一个相当令人满意的结果。这个领域在 20 世纪 70 年代末比现在更有吸引力，因为当时在这个市场上可供利用的资金要比现在少得多。目前，石油和天然气比原来更有

① 证券出借业务，将证券借给股票经纪人并收取一定费用，股票经纪人再将这些证券借给需要做空的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吸引力，而房地产的魅力却下降了。”

“律师认为我们应该单独成立一家公司从事此类投资，以避免日后可能发生的法律纠纷，因此我们就成立了埃涅阿斯集团（Aeneas Group）。我们之所以为新公司起这个的名字，是因为埃涅阿斯经历了重重磨难和考验但每次都能逢凶化吉。有三位合伙人和五位雇员负责整个公司。他们涉足了所有私人市场领域：石油、房地产、高科技，等等。我告诉这帮家伙：放开手脚去干，不要放过任何一次机会，大胆地去投资——不要缩手缩脚、有太多顾虑。如果要求一位经理必须将2亿美元投资到某个特定领域——房地产等——他会那样做，但效果不一定好。我们不给这帮家伙任何压力限定他们必须将资金投到某个领域，他们要做的就是寻找一切好的投资机会”。

1988年夏季埃涅阿斯集团的投资分布如下：

表2 1988年夏季埃涅阿斯集团的投资分布

（单位：100万美元）

风险资本（主要是高科技）		未来承诺投资
合伙公司	191	100
直接投资	117	0
房地产	142	150
杠杆收购	163	90
公众市场投资，但不具有流动性	101	15
石油和天然气	74	3
总计	788	358

“我们拥有许多以希腊名字命名的公司。除埃涅阿斯和菲尼克斯（Phoenix）外，另一个是斐摩斯（Femus），我们用它来控制那些存在着与主营收入不相关风险的公司”。

斐摩斯是谁呢？

“我也记不清楚了，”卡伯特说，［后来才证实他就是波吕斐摩斯（Polyphemus），这个独眼巨人将奥德修斯及其伙伴囚禁在洞中，并不时吃掉他们中的一个，直到奥德修斯把他弄瞎，并和其他幸存者躲在绵羊肚子下面成功逃脱为止。］“还有拉维尼亚（Lavinia）[①]，一家合伙公司，在纽约的艾

① 拉维尼亚，希腊神话中拉丁努斯（Latinus）的女儿，嫁给了埃涅阿斯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦合伙公司（Allen & Company）管理下参与风险套利。在过去八九年时间里，其收益率一直在15%~16%之间。我们在这家公司投入了2 000万美元。”

“哈佛管理公司要想取得出类拔萃的业绩，就一定要重点投资私人交易领域而不是有价证券组合”。

“我们一直在尝试一些投资额不大的新想法。例如，我们公司内部有一只计算机交易程序驱动的基金和一只风险套利基金”。

我提到，沃伦 · 巴菲特曾指出投资初创公司是颇为不理智的，因为这时外部投资者为创业公司提供其所需要的全部资金，但可能只能得到公司一半的股份。剩下的股份都被最初种子基金的提供者、技术发明人以及内部管理者拿去了。最好再等两年或三年，下一个熊市时再买进这家公司——或类似公司——的股票，这样可以较低的价格控制这家公司。

卡伯特并没有正面反驳这种观点。“对于外部投资者来说，在一家企业从一个创意发展成为IBM之类的公司的过程中只有几次进入机会。一般而言，在越早的阶段，初创公司的价值被低估得越严重，当然这时候进入你将面临相当大的公司风险，但是几乎没有价格风险。不过，当公司公开上市后，主要的就是价格风险了”。为了举例说明这一点，卡伯特谈到了处理高科技投资中难处。“我们的解决方案是通过私人投资参与高科技投资。在私人投资领域，我们投了8亿美元，还承诺了再投4亿美元。8亿美元中，有近3亿是风险投资——风险投资合伙公司或直接投资，而且所投资的初创公司大部分都是高科技公司”。

“对于我们来说，在公众市场上投资那些稀奇古怪的新玩意是有些难度的。我们胡乱买了一些基金工程公司的股票，不过我们做得不太好，我们并不真懂这玩意。在私人投资领域，人们一如20年前那样进行投资：他们全面考察这家公司，与竞争对手会谈，向专家学者请教。要知道，你在这家公司的投资可能三五年之内都不能变现，因此你最好对它了如指掌。在大规模的机构投资领域中，这种做法已经很少见了”。①

① 不过，本书所研究的投资者大多数都还这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“至于风险投资，我们参与了60多家有限责任合伙公司。当然，在风险资本交易中，我们也做直接投资，但投资对象仅限于我们已经参与合伙的公司的管理者为我们买下的公司，也就是说，在我们开始投资前，公司名单已被过滤过了。我们共投资了约100多家初创公司，其中陷入困境不能自拔的只有五六家，失败率远远低于通常的预期值”。

“直接从公司购买要比付管理费更便宜吗？”我问道。

“当然。”卡伯特说，“而且，这种做法还让我们成功地避免了几次大的损失。”

我问到了房地产项目。

“我们认为现在房地产的价格存在泡沫。”卡伯特说。尽管哈佛管理公司仍持有在美国股票交易所上市的不动产资本信托公司（Property Capital Trust）的大量股票，而且卡伯特还是这家公司的托管人，但是他还是坚持认为房地产价格就要见顶，并感到那些主动邀请他投资的项目都毫无吸引力。

石油和天然气

另一方面，他认为石油与天然气价格偏低。哈佛管理公司已经成立了一个小组专门研究各种投资方案，以抓住这次机会大赚一笔。对于哈佛管理公司来说，分享石油和天然气价格上涨所带来的投资机会的一个途径是从银行手中购买石油和天然气贷款。卡伯特的构想是，油气价格低廉会使生成成本较高的油气供应商——美国低产油井、北海油田以及阿拉斯加的一些油井——停产或破产。那时，进口石油在美国石油总消费量中所占比例将上升到50%。1987年他认为，有充分的理由相信，投资于能源可以得到17%~18%，接近20%的收益，而且不需要承担多大的风险。

“我们对石油和天然气行业非常感兴趣。”他说，“两三年前我们开始做时一无所知。不过，我们很清楚没有新增资金投入到石油天然气行业，而且钻探支出一直在下降。我们感到过段时间美国以及全世界都将遭遇能源短缺危机。如果我们能找到丰富的油气储备和称心的合伙人并进行长期投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话，那么我们就肯定能稳赚一笔。我们考察了几百笔交易，其中许多都是要么合伙人很差劲要么交易本身没有吸引力——油气储备太少。"

"最后，我们选定了三四个领域进行了投资。我们在哈肯能源公司（Harken Oil & Gas）进行了大量投资，其股票是在柜台交易市场交易的，不过实际上很难变现。我们以每股 1 美元或 2 美元的价格买进。去年 10 月份这只股票涨到了 7 美元，但后来又跌到 4 美元，并一直在这个价位附近波动。我们希望这家公司能成为一家大型石油和天然气供应商。E-Z 服务公司（E-Z Service）是它的子公司，这是一家在便利店外面经营天然气泵的公司。哈肯能源公司是我们投资策略的一个主要支柱，这家公司一直在购买已被证实的油气储备。"

"此外，我们想进入勘探业，包括海上和陆上。1987 年 4 月，一些教育机构筹集了 2.9 亿美元——其中哈佛管理公司投资了 5 000 万美元——成立了史密斯海上勘探公司（Smith Offshore Exploration）。这家公司由来自休斯敦的莱斯特 · 史密斯（Lester Smith）和来自纽约的乔治 · 贝克（George Baker）领导，巧合的是，后者正是乔治 · F · 贝克（George Fisher Baker）——哈佛商学院的贝克图书馆就是以他的名字命名的——的后代。史密斯海上勘探公司在墨西哥湾的钻探计划包括和布鲁克林联合天然气公司（Brooklyn Union）旗下的一家子公司共同成立一家合资企业。这个项目有望在未来三年内每年在海上打 10~12 口油井。我们在墨西哥湾有一支非常值得信赖的勘探队伍，而且我们已经有了重大发现"。

"至于陆上勘探部分，我们和得克萨斯的卡伦（Cullen）家族共同成立了一家公司。我们正在俄克拉何马、得克萨斯，以及路易斯安那部分地区勘探。以上就是我们正在进行的两大勘探项目。我们在一些已探明储量的油气田上也有小规模的投资"。

"我们还对一家大型私人钻井设备公司进行了大规模投资。当时这家公司来找我们投资，我们就把它交给了华宝 · 平库斯（Warburg Pinkus）。平库斯组建了一个团队，专门做自升式钻塔（jack-up rig）业务。他们有 16 或 18 套钻塔设备。我们第一次注意到这家公司时，它正要申请破产保护。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们真是捡了大便宜”。

“总体而言，如果未来油价保持目前的水平，我们有望获得 9%~10% 的回报，不过如果油价上涨，我们的收益还会更高些”。

投资那些大型油田服务公司不是更容易吗，例如，斯伦贝谢（Schlumberger）或哈里伯顿（Halliburton）？

“斯伦贝谢不符合我们对南非的政策。”① 卡伯特说，“因此我们讨论一下哈里布顿。如果油价走强，这家公司的股票会有好的表现，但年收益率很难达到 30%。我们希望能从承担企业经营风险中获得和企业同样的收益；也就是说，我们希望在未来几年内都能获得 30% 的收益。例如，虽然史密斯海上勘探公司的投资者结构将因部分债务到期而发生变动，但是其前期的一些勘探成果已经可以为后续投资提供收益保证，因此我们以很少的投入获得了不错的回报。从长期来看，我们知道我们为了将来的收入而牺牲了现在的收入，而且这些资产缺乏流动性，但这对哈佛来说没有什么不合适的地方。”

在债券投资方面，哈佛大量利用外国货币。哈佛管理公司最多可以持有 5 亿美元的外国债券，其中 30% 可以是非美元计价的债券。卡伯特说近来公司的固定收益证券投资组合所取得的超常业绩主要来自于外国债券。

如何确定应该持有哪一种货币呢？“通过多方旅行考查并咨询外部的顾问。”1988 年初，卡伯特相信美元会“持续疲软……因而持有大量德国马克、英镑以及瑞士法郎——不过没有日元”。

大崩溃

在 1987 年的大崩溃中，哈佛管理公司的收益下降了 13%，而同期标准普尔指数却下降了 21.6%。为什么它受到的损失这么小呢？

“在那年春季，权益投资在总投资的比例约为 73%。在春季和 10 月份之间，我们采取了一系列行动，将权益暴露降低到了 45%~50% 之间。这种转

① 注册地在荷属安的列斯群岛的斯伦贝谢公司没有签署《沙利文原则》（Sullivan Principles）。（该原则的一项重要内容是动员国际企业从南非撤资，以抗议南非的种族隔离政策）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换是以牺牲业绩为代价的，因为股票市场一直涨到 8 月末。不过，受业绩驱使，许多基金经理在 10 月份股市大崩溃时几乎满仓股票。他们都害怕失去机会”。

“在 1987 年 10 月，我相信我们在现货市场并没有抛售多少股票。不过，我们的确在期货市场进行了大量交易。可以说，这些交易在股市暴跌时期对于改善我们的业绩大有裨益。将大量资产留在公司内部管理的好处之一是，你可以集思广益，迅速行动；而如果你将大量资产交给外部投资管理公司来管理的话，就不可能有这种优势。在那段时间，我们买进了长期债券，做空了日本股票市场——后来证明这种做法是失策的——并利用衍生工具对我们自己管理的证券投资组合进行了对冲。换句话说，通过控制局面，我们可以比那些将资产交给别人来管理的人更好地应对风险。每天早晨我们都知道自己所处的位置。我们能控制住整个局面”。

关于这点，有一位知情者补充道：“那是乔治 · 西格勒问题的另一面：正是因为他，哈佛管理公司才在期权交易管理方面走在了其他公司前面。因此，如果有必要，哈佛管理公司有能力随时做出大规模和快速反应。这在 1987 年 10 月拯救了公司，这一点无可置疑。”

小结

在实践中这些方法和策略效果如何呢?

答案和有经验的投资者预料的一样：很不错，但不是特别出类拔萃。优秀投资者取得成功靠的是在彻悟投资之道后，找到被市场忽视的价值并押下大的赌注；或者，换句话说，靠的是成功预测市场的未来走势。哈佛管理公司的方法是基于大量的小额交易，然后和华尔街上其他人一起以大同小异的方式参与各种新奇玩意的投机交易。

第二个问题是，聘用、评价并更换投资经理是大型基金管理者的职责，哈佛管理公司很难做到这一点。关于这点，1987 年 10 月 26 日的《财富》杂志上有一篇关于大学捐赠基金——包括哈佛大学——的精彩论述。这篇文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章比较了7只最大的捐赠基金在最近三年来的业绩。其中有两只捐赠基金的表现特别突出：耶鲁大学捐赠基金，平均年回报率为19.7%；普林斯顿大学的捐赠基金，平均年回报率为17.7%。剩下的五只捐赠基金相差不大，平均年收益率都在16.4%~16.9%之间，其中哈佛大学捐赠基金正好处于中间位置，为16.7%——明显地落后前两名。

通过计算23只美国最大的养老金基金和捐赠基金的业绩，我们可以看到，截止到1988年6月30日，在过去5年时间里哈佛大学捐赠基金的复合年收益率为15.3%，在23只基金排第四名，而业绩最好的为18.9%，中位数为12.1%。能取得这种相对不错的业绩是与哈佛管理公司在1987年大量降低权益暴露分不开的。

在《财富》杂志的这篇文章中，许多专家都对哈佛管理公司的方法做了评价。其中被提到最多的是多元化管理。例如，这篇文章引用了共同基金公司管理者乔治·基恩（George Keane）的话："提到哈佛管理公司的方法，我们无法想象将10亿美元交给一位经理来管理。"问题是一个人不能既做裁判又做运动员，不然早晚会有麻烦。如果托管委员会下面有一个能够监督外部经理的投资委员会，那么就可以让他们保持谨慎。一位专家告诉《财富》杂志，他"偏好那些合伙人参股的小型基金管理公司"。他们可能会尽职尽责，但是如果公司内部的投资经理管理着几乎全部捐赠基金，而托管人又未能有效行使监督职能，那么这些投资经理们可能倾向于偷懒，而没有动力去追求业绩最大化。

以下是《财富》杂志多次提到的一个观点：

> 在"喧嚣的20年代"（Roaring Twenties）那场令人头晕目眩的牛市盛会行将结束时，普林斯顿大学投资委员会主席，一位名叫迪安·马太（Dean Mathey）的银行家，认为股票市场岌岌可危，目前的高价位难以维持。于是，他悄悄将普林斯顿大学的捐赠基金撤出股票市场并投资了债券。但在接下来近一年的时间里，他的决定都被证明是一个致命的错误。市场再创新高。但随后就崩溃了，接着就是大萧条。马太转向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券——一种有效的对冲通货收缩的手段——最终被证明是正确的。

那次大崩溃的14年之后，即第二次世界大战期间，股票市场再次委靡不振，马太又行动了，将普林斯顿大学所持有的80%的债券换成了普通股。托管金融委员会主席指责马太过于轻率，不够理智，并指出大萧条给人们的最好的教训是，对一只大学捐赠基金而言，债券是绝无仅有的明智、稳妥的投资工具。马太被迫为这次仓位调整——事后证明这是一次极其及时的操作——辩护，他写道："判断稳妥的唯一标准是在未来是正确的"。

《财富》引用普林斯顿捐赠基金管理人的话说："对于机构来说，成功的秘密在于勇气、胆识、智慧以及找到诸如迪安 · 马太或特德 · 克劳斯（Ted Cross）之类的优秀投资经理的运气，而且投资委员会还要有足够英明能很好地理解和评价他们——在他们弄糟时，还能给他们足够时间改正错误——的人。"

关于这点，可以用沃伦 · 巴菲特涉足大学捐赠基金管理的例子加以说明。1968年，巴菲特成为格林内尔学院（Grinnell College）捐赠基金的托管人，后者希望巴菲特能为他们的投资提供一下帮助。我最近写的一本关于沃伦 · 巴菲特的书《点金指》（*The Midas Touch*）提到了二者合作的结果：

1976年，巴菲特在出席一次在新奥尔良举行的报业分析会时得知，艾科公司（Avco Corporation）已经决定将其拥有的几个电视台出售。但是，按照美国联邦通信委员会（FCC）的有关规定，巴菲特不能为伯克希尔－哈撒韦公司购买电视台，因为《华盛顿邮报》拥有自己的电视台，而伯克希尔－哈撒韦公司又持有这家报业公司的股份。因此他建议……格林内尔学院可以尝试购买一个，如果价格合适的话。其中他大力推荐位于辛辛那提的电视台。不幸的是，由于格林内尔学院投资委员会在如何为这次交易融资的问题上犹豫不决，这家电视台最终被多媒体公司（Multimedia）抢先一步买走了，价格为1 600万美元（这迫使格林内尔学院亡羊补牢，购买了多媒体公司价值31.5万美元的股票——不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

久这些股票就出现了强劲的上涨)。

巴菲特推荐的第二个电视台是艾科公司在代顿（Dayton）的电视台。这次他决定先出价，然后再讨论融资问题。1976 年他出价 1 290 万美元，相当于这家电视台两年半的毛收入。这次他赢了。后来，1984 年，格林内尔学院以 5 000 万美元的价格将这家电视台卖给了赫斯特公司。这笔交易使格林内尔学院的捐赠基金总额翻了一番——如果将这笔资金全部分给学生，那么该学院每个学生平均可以分得 12.7 万美元，而哈佛大学这个数字是 18 万美元，耶鲁大学为 12.1 万美元。

哈佛管理公司管理捐赠基金的方法是新式的，甚至有可能成为一种潮流，并创造了不错的投资业绩。通过打造一支对价值有深刻理解的团队，它应该能避免福特基金会（Ford Foundation）在 20 世纪 70 年代所遭受的那种灾难性损失。由于投资分散化并使用多种不同的投资技巧，因此如果市场发生突然的不利变化，哈佛管理公司有能力将损失降到最少。但是就目前的情况看，它很难取得特别出类拔萃的成绩，因为它很少采取大规模的战略行动——1987 年成功地减少权益暴露是一个例外。石油值得一赌，但它下的赌注太小了。大规模的、成功的行动需要有胆有识、谋略超群的领袖级投资经理——但大学或学院很少出这样的人。

卡伯特曾说过如果哈佛管理公司确实做到了出类拔萃，那么一定靠的是私人交易而不是有价证券投资组合，这种说法有可能是对的；不过，要知道，哈佛捐赠基金总值的 85% 都是有价证券投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The New Money Masters

第十章

彼得·林奇：执著追求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个人，基本上没有助手班子，管理着规模高达百亿美元的麦哲伦基金（Magellan Fund），怎么可能比一家只管理着几十亿美元资本的大型、能干的组织——而且是由一个老牌名校的法人机构组建的——做得更好呢？换句话说，彼得·林奇怎么可能比他的哈佛管理公司的同行们干得还要出色得多呢？

最主要的原因是像彼得·林奇这样的顶尖高手可以很轻松地战胜一个大型委员会——哈佛管理公司基本上就是后一种情况。从来没有吃过败仗的威灵顿公爵也向来不召开军事会议，拿破仑常说，对于一支军队而言，有一位将军已经足够了。换言之，在投资和战争这两种存在竞争性的游戏中，制胜的秘诀是找到一位能干的统帅，并在给予其开明的监督和指引的前提下赋予他自由行动的权力。如果还能找到比他最优秀的统帅，那么就撤换他。但是千万别指望一个由更平庸的人组成的委员会能比他更胜一筹。这个道理在棋类比赛中体现得非常明显。一位特级象棋大师往往能同时和一家象棋俱乐部的二三十位会员对弈。他走到每张棋桌旁，稍作停留，走一步棋，然后再去下一个棋桌。通常，除了和一两位最强的棋手握手言和外，他会大胜其他所有棋手。值得指出的是，在大多数游戏中，专心致志地做出决策是你取得佳绩的关键。彼得·林奇有两位研究助手：一位负责搜集华尔街的消息并出席公司的宣讲会，另一位则负责打电话向公司咨询情况并参加研发性会议。当被问到他为什么不再找一位助手时，他含糊其辞地回答：也许……有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朝一日……和他们交谈花的时间太多了……

这样也许有助于节省工资支出。彼得 · 林奇也是受雇于人，不过他知道他自己的价值，而且他的雇主富达管理公司（Fidelity Management）每年支付给他数百万美元的薪水，这个数目大约相当于哈佛管理公司收入最高的投资经理的薪水的 10 倍。彼得 · 林奇是世界上薪水最高的投资组合经理之一。不过，他的价值远远不止这个数目。

怎么会这样呢？要知道，现在的麦哲伦基金基本上是彼得 · 林奇一手打造的。从他 1977 年接管麦哲伦基金以来，该基金已经成长为有史以来规模最大的共同基金，1987 年 8 月其规模达到顶峰时有 120 亿美元资产，1988 年 3 月 31 日为 84 亿美元。麦哲伦基金的股东总数超过了 100 万，顺便提一下，富达管理公司每年付给基金管理层 6 000 万美元的管理费，另外还要支付几亿美元销售佣金（其中 3% 的销售佣金直接进了管理层的腰包，这里没有推销员）。此外，麦哲伦基金的管理层每年都能拿到占到 90 亿美元资本 0.2% 的业绩分红，仅此一项每年就有近 2 000 万美元。林奇是鸿运高照，财源滚滚：正如《圣经》律令中所说的，当公牛践踏玉米地时，不要阻止它。麦哲伦基金的管理层的高收入是以基金出色的业绩为基础的：如果在 1977 年林奇接管这只基金时投入 1 万美元，那么到 1988 年这笔投资就变成了 20 万美元。

这位投资奇才的父亲曾在波士顿学院做过数学教授，后来又去了恒康人寿保险公司（John Hancock Company）。彼得 7 岁时，父亲就得了癌症，并在彼得 10 岁那年去世，全家从此陷入困境，举步维艰。他母亲在一家制造业公司工作，彼得在读二年级时从一所私立学校转到了当地一家公立学校——可以肯定是一所不错的学校。他在马萨诸塞州的牛顿市上的高中。夏天他曾在高尔夫球场做过球童，正是在这里他第一次听说了股票市场。来打高尔夫球的商人还互相交流投资理念，其中有些商人消息非常灵通。

年轻的彼得将他积蓄下来的 1 250 美元投资到了他曾听说过的一只股票——美国飞虎航空公司（Flying Tiger Line）。投资这只股票既可以分享太平洋沿岸国家经济的爆炸式增长带来的好处，又可以受益于航空业的蓬勃发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展。他买入时的价格是 10 美元。飞虎的股价不断上涨。彼得卖了一些以收回部分资金，然后在股价一路上涨中一点又一点地逐步卖出。当 1989 年这家公司被联邦快递公司接管时，他将剩下的股票全部卖掉了。他将大部分股票兑成了现金，就已经攒够了去费城沃顿金融学院读研究生的钱。

不过，首先要上大学。在大学，高尔夫球又给他带来了好运：波士顿学院有一种专门为球童所设的额度为 300 美元的部分奖学金，彼得申请并得到了这种奖学金。后来，高尔夫女神再次向他露出了笑容：1966 年暑假，在等着去沃顿读研究生时，他得到了一个去富达实习的机会。有 75 个求职者应聘这份工作，但是彼得是其中唯一一个曾经为乔治 · 沙里文博士（George Sullivan）——富达管理公司总裁——做过球童的人。在波士顿学院读书时他曾参加过 ROTC（美国后备军官训练队），不过，从沃顿一毕业他又按要求参军服了两年兵役。他没有被送到越南（他说“在那时是相当幸运的”），而是被派往了韩国。1969 年退伍后，富达向他提供一份金属行业分析师的工作，从那时起他就一直在富达工作。他现在已经功成名就了，但却一直挤不出时间去高尔夫球场。

1974 年，干了几年分析工作后，林奇被任命为富达研究部门的主管，同时还继续从事化工、包装、钢铁、铝以及纺织行业的分析工作。这一工作为他提供了一个深入了解证券市场的大好机会。实质上，他所做的工作就是领导一个活跃的研发团队，持续、系统地跟踪研究各个行业，无休止地拜访公司，并集中分析那些最有可能有投资价值的领域。他的任务是提出投资建议，而所有建议都要一而再、再而三地接受实际结果的检验。此外，他还要不断与部门同事交流思想，交换信息并修正自己的判断。

在召开分析师会议时，他敦促他的同事不要急于否定别人的想法——正如他说的“不要打断我的奇思妙想”——而是要解释为什么他们自己的主意是好主意。他还发现这类会议有 90% 的时间是在做无谓的辩论，只有 10% 的时间是用来形成有建设性意见的。“他们都太感情用事了！”他补充说，而且经常过于理论化。

对于那些从来没有实际从事过证券业但又对这个过程感兴趣——这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴趣可能来自于他们管理自己证券组合的实践——的人来说，以下的比喻可能有助于他们理解一个优秀分析师的成长过程：假设你在一家网球俱乐部训练了几个周末后，报名参加了一个为了选拔职业选手而举办的非常艰苦的网球训练营。而且你不是只在这里待几周，而是要待几年。你要不断学习新的击球方法，新的技巧，并日复一日，年复一年地磨炼你的球技，在始终充满压力的环境下和高水平的教练及对手过招。这样培养出来的选手——无论在网球界还是证券业——和那些泛泛之辈在知识和技能上都不具有可比性。此外，这些经过淘汰最后剩下的选手还有一种他们的业余对手所无法想象的强大的动力和顽强的斗志。当然，他们所得到的报酬，无论声望——当然主要是在同行之间——还是金钱都是相当可观的。

在富达管理公司干了 8 年后，1977 年，已经 33 岁的林奇被委以重任，主管富达旗下的一只小型基金——麦哲伦基金。1963 年创立的麦哲伦基金起初专门投资外国证券——这也是这只基金以著名的葡萄牙航海家麦哲伦的名字命名的原因。不过，两年后美国政府开始实施旨在控制资本外流以为美元提供支持的利息平衡税，这迫使麦哲伦基金重新定位在国内证券市场。1976 年麦哲伦基金吸收了拥有 1 400 万美元资产的埃塞克斯基金（Essex Fund）。当林奇接管麦哲伦基金时，它只有 2 200 万美元的资产，投资就集中在几只证券上，在富达帝国显得毫不起眼。1981 年资产已达 5 000 万美元的麦哲伦基金又吸收了富达旗下一只同样规模的基金——塞勒姆基金（Salem Fund）。

彼得 · 林奇的技巧

与众多的竞争对手相比，除了天赋外，林奇最重要的优势在于他对证券分析工作的献身精神。林奇工作确实非常努力。事实上，只要看一下他的日程安排就知道他每天的工作是多么辛苦了。结婚 20 多年，他只度过两个像样的假期，“我先去了日本，用了五天时间拜访上市公司，然后在中国香港和卡罗琳碰头。我们在中国香港共同度过了周五、周六和周日。接着，周一到周三拜访中国香港的上市公司。然后，我们在中国内地逗留了两三天。接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着，我又到泰国拜访在曼谷的上市公司。然后，我们在曼谷观光。接着，我飞到英国并花了三四天时间拜访那里的上市公司。那真是一段美好的时光”。但并不是每位妻子都认为那种假期是“一段美好的时光”！一位曾和他一起工作过一段时间的股票经纪人提到，一次他们一起来到一个习惯早晨10点钟开始上班的国家，林奇仍然坚持早晨8点钟开始拜访上市公司，并抱怨早晨6点钟找不到人聊天。那天工作结束时，有人提议共进晚餐，但林奇婉言谢绝了："在明天工作开始前我还要再看4份年报。”这位经纪人说他从未见过拜访公司的工作做得如此充分的。林奇估计他一年的行程是100 000英里，也就是说一个工作日400英里，这给人的印象是他几乎每天都在路上奔波，而不是成天蹲在办公室里。

早晨6点15分他和几个人合伙乘车去公司上班——路上一直都在阅读——晚上7点15分又坐富达公司的车回家（之前他曾坐了18年公交车），路上仍然在阅读。[①] 他每天都收到两三英尺厚的报告和荐股材料，这些材料整整齐齐地堆在他办公室的一张桌子上等着他来处理。每次吃午餐时他都要和一家公司洽谈。他周六也来办公室检视那堆报告，不过只详细阅读其中的5%。周日早晨在和家人一起去教堂做礼拜前他也会见缝插针地阅读上几个小时。

林奇发现荐股材料的厚度和其本身的价值没有任何关系。通常，令人信服的观点用一小段文字就可以完全表达清楚。因此，林奇喜欢阅读那些言简意赅的荐股材料。他经常不知疲倦地做笔记，前面已经描写过他是如何马不停蹄地连续拜访多家上市公司的。关于如何才能取得成功，克努特 · 罗克尼（Knute Rockne）曾愉快地用直白乏味的大实话表述道："如果每个人在每场比赛中都能尽职尽责，那么肯定能触地得分。”林奇用类似的心情说：

---

① 几年前，在他45岁左右时，由于长期在上下班的车上阅读，他突然发现自己开始有晕车的症状。这种情况已经被人们普遍注意到了。不过，林奇还是找到了治疗方法。他咨询了一位做眼科医生的朋友，后者是马萨诸塞眼科和耳科医院的理事。他的这位医生朋友提出了一种治疗方案：如果在阅读时使用车内灯光，那么人的瞳孔就会扩大，从而容易在阅读中患上运动症。相反，如果调弱车内灯光的亮度并将灯光聚焦在阅读材料上，那么你就不会晕车。林奇现在就是这么做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“如果你拜访了足够多的公司并做了足够多的工作的活，你要么可以在一家经营状况一直欠佳的公司即将扭转局面时发现它，要么在稍迟些时候你打电话过去得知它已经有了起色。”这也向我们透露了一点，林奇的基本目标是把握住公司命运的转折点——不妨称之为资本配置的时效技巧。一般而言，从上市公司基本面发生重要变化到公司股价出现相应反应有一个月到一年的间隔期。对林奇来说，正好可以利用这个时间差买进这家公司的股票。

过滤信息

尽管须鲸体型庞大，但是大多数须鲸都不是靠吃大鱼维持生存的，而是利用鲸须过滤海水捕食浮游生物。例如，一头须鲸张大嘴巴快速地游过海洋，过滤掉海水，将其中数以千百万计的微小海洋生物留下。须鲸再对过滤剩下的这些东西进行筛选，能吃的被直接吞进胃里；垃圾则被直接排出。彼得·林奇可以被想象成一个穿着黑色套装的可移动过滤器，每天要过滤成千上万条信息。有些信息是无意中得到的，就像被须鲸吞下的磷虾；不过，许多信息都是处心积虑地搜集来的。经纪人是第一消息来源：有约 200 位经纪人向林奇提供消息。他每天平均可以接到几十个经纪人打来的电话。

一般情况下，林奇不亲自接电话。打来电话的人会给他的秘书或交易员留下简明的信息。他大约接 10 个电话才回一个，不过他也会主动打电话询问他比较关心的事情。无论是哪种情况，他都会敦促对方将通话压缩到一分半钟以内，而且在谈话开始时还真的打开一种烹饪计时器。90 秒钟后，计时器响了！或者他干脆就这样结束这次通话：“对不起，我又有电话了。”不久，打来电话的人就知道简短的必要性了。即使在那么短的时间内，他仍然能问几个重要问题，有点像是在盘问。

第一手资料

林奇所获得的大多数可靠的投资信息都来自于公司拜访。在一家大型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资机构工作了这么多年，他已经结识了几千位在商界身居要职的管理人员，这些公司高管对机构投资者一般都是毕恭毕敬、有求必应的，因为机构投资者是公司重要的股东。不过，你还必须学会听弦外之音，因为有些公司的管理层喜欢夸夸其谈，有些则过于谨慎，还有些则比较诚实可靠。林奇了解每家上市公司高管人员的脾气秉性，这是一种很大的优势。他每个月都要拜访四五十位公司高管，一年可以拜访五六百人。当然，他会为他们分类。如果他要去拜访明尼阿波利斯的一家公司，那么他会顺便去当地的另外几家公司看看。参加由当地经纪人公司组织的地区性公司宣讲会是一种更有效的方法。蒙哥马利证券公司（Montgomery Securities）经常为西海岸的公司举办宣讲会，罗宾逊－汉弗莱公司（Robinson-Humphrey）在亚特兰大以及普雷斯科特－鲍尔－特本合伙公司（Prescott, Ball & Turben）在中西部各州也都举办类似的宣讲会。在这种场合，将有数十家公司派出他们最优秀的管理人员，以最言简意赅的方式介绍他们公司的情况，而且还有提问时间——一种获得最新消息的好途径。如果他们的介绍引起了林奇的兴趣，那么他可能随后就去参观他们的工厂。类似的，还经常有专题宣讲会，其中最知名的是由旧金山的汉鼎风险投资公司（Hambrecht and Quist）筹办的高科技公司宣讲会——只不过林奇不是特别热衷高科技股。

反过来，如果一家公司打算将公司的情况告诉波士顿的投资界，那么林奇本人就是他们要拜访的首站。在任何时候，都有几十家公司在波士顿忙着自我推销。如果感兴趣，林奇可能会在一个小时内安排与四家公司见面。为了让大家有一个清晰的印象，下面给出了一张林奇在 1988 年 12 月某天的会议时间表：

7：45　詹姆士·罗森伯格/凯瑟琳·亨塞尔银行（James Rosenberg/Katherine Hensel）

8：00　伊利诺斯大陆银行和信托公司（Continental Illinois）
斯科蒂公司（Scotty's）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查克·克拉夫公司（Chuck Clough）——首席投资战略家
吉姆·多尔蒂公司（Jim Dougherty）——商业服务，广告
杜格·奥根泰勒公司（Doug Augenthaler）——污染控制
利率市场评论（Interest Rate Market Sector Review）
LSI逻辑系统公司（LSI Logic）
9：15 摩托罗拉（Motorola）
9：30 信诺保险公司（Cigna）
9：30 迈克尔商店（Michael's Stores）
10：00 罗恩·莫罗烟草公司（Ron Morrow-Tobacco）
10：00 康威克斯计算机公司（Convex Computer）
10：30 快客速达公司（Quaker State）
10：30 杰里考（Jerrico）
11：00 路易斯安那太平洋（Louisiana Pacific）
11：00 万亿数据公司（Teradata）
12：00 联邦住房贷款抵押公司（Freddie Mac）
光导科技公司（Optrotech）
传输技术公司（TransTechnology）
斯科蒂公司（Scotty's）
快客速达公司（Quaker State Corp.）
索尼克斯研究公司（Sonex Research）
费伊药店（Fay's Drug Store）
彼得·安克尔公司（Peter Anker）——金属
戴夫·李普曼公司（Dave Lippman）——药品
丹·本顿公司（Dan Benton）——微型/大型计算机
安·奈特（Ann Knight）——汽车
J.罗森伯格/K.亨塞尔（J. Rosenbery/K. Hensel）——地区性银行
肯·加斯曼公司（Ken Gassman）——零售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱斯 · 拉维茨公司（Les Ravitz）——化学
比尔 · 贝克林公司（Bill Becklean）——电讯设备
苏珊娜 · 库克公司（Suzanne cook）——石油服务
马克 · 科恩公司（Marc Cohen）——烟草
莱斯 · 皮尤公司（Les Pugh）——欧洲食品制造商
2 ： 00　伊利诺斯大陆银行和信托公司（Continental Illinois）
2 ： 30　环境力量公司（Envirodyne）
3 ： 30　光导科技公司（Optrotech）
4 ： 00　安 · 奈特公司——汽车（Ann Knight-Autos）
4 ： 30　富国银行集团（Wells Fargo）
5 ： 00　瑞侃公司（Raychem）
5 ： 00　史蒂夫 · 艾森伯格公司（Steve Eisenberg）——休闲

林奇的一个重要原则是坚持取得第一手资料。富达公司有大约 30 个内部分析师，还有他们的助手，以及除林奇外的其他资产组合的经理们。公司过去曾每隔两周举行一次所有基金经理和分析师都要参加的会议，现在则改成了分析师每日做备忘。每个月还有两次成长股投资经理会议。林奇通常在会议上见到他们。林奇只能依靠这个体系搜集和处理信息。但是他还是希望能定期拜访各家公司。在林奇看来，投资经理不做这种基本的研究工作就是一种渎职。

林奇很反感经纪人推荐一只股票却不给出任何恰当的理由：“彼得，我这里有一笔好交易。”

“你应该回答他说，‘约翰，你真是了不起，不过我想了解具体情况’。”林奇评论道。他不理会这位经纪人以前推荐的股票变现如何，而是就事论事，只考虑这只股票本身的情况。他想要背景资料。因此，他会参观这家公司的工厂。如果他喜欢他所看到的，他的反应是，“啊哈，这家公司真的不错。”他说，“你必须知道这些，你不能仅仅依靠二手资料。不然，总有一天你会翻然醒悟，‘我怎么会买这只股票？’”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多非职业投资者宁愿做麦克罗夫特·福尔摩斯（Mycroft Holmes）①——神探歇洛克·福尔摩斯（Sherlock Holmes）的哥哥——他喜欢待在自己的俱乐部里，不许外人进来交谈，仅仅通过阅读和推理来破案。这些投资者希望坐在放着电脑和经纪公司材料的书桌前就可以运筹帷幄，决胜千里："待在家里舒舒服服赚大钱！"唉，哪有那么容易。这种投资方法只是一位真正专业的投资者成长的起点，现在他也许正是这些业务投资者交易的对手——他们买股票是从他手里买的，卖也是卖给他。为了取得胜利，你必须利用一切可以利用的工具，其中最重要的就是第一手资料。

但是，一个人真的能掌握那么多行业、那么多国家的资料吗？林奇说，肯定可以。就拿保险业来说："当我 1977 年 5 月接管麦哲伦基金时，我从来没对保险业产生过任何兴趣。但是一年之内，保险公司股票就占到了这支基金资产的 20%。我持有坚培保险公司（Kemper）的股票达 8 年之久。我拜访过他们一次，并在那里待了几个小时。我想了解这家公司。但我以后就再也没拜访过它。不过，我一直用电话和他们保持联系。"

人际网络

所有极其成功的投资者都有一个或松散或正式的关系圈，这个圈子的成员少则一二人，多则几十人，他们在圈子里相互交流思想并因此获益。正如其中一位投资者告诉我的那样，"如果我把我自己的 1 美元给你，那么我们两人仍只有 1 美元。但如果我给你的是一个点子，那我们两人就各有一个点子了"。林奇常说这些"买方"伙伴——不包括股票经纪人——是他获得有价值的想法的最佳来源。当然，你不会把眼下你将要购买的股票告诉他们，但是你可以拿一般性或者说总的想法和他们交换。不难理解，由少数几个一

① 歇洛克·福尔摩斯是由 19 世纪末的英国侦探小说家柯南·道尔所塑造的一个非常聪明的侦探形象。在这一系列小说中，麦克罗夫特·福尔摩斯曾经在三个案件——《希腊译员》、《最后一案》以及《布鲁斯－帕廷顿计划》——中以歇洛克·福尔摩斯长兄的身份出现过。福尔摩斯认为他这位长兄比自己拥有更高明的推理艺术，但缺乏从事侦探事业的愿望和精力。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流的“买家”组成的圈子无疑是比经纪人更佳的消息来源，因为这些买家每人身后都有数百位股票经纪人向他们提供各种消息，也就是说他们处在这种“情报食物链”的最顶端。

下面所列的都是林奇特别重视的富达管理公司外的专业人士，其中那些来自波士顿的人士以及林奇本人组成了“商业区讨论团”(Down Town Discussion Group)，他们每年聚 6 次，共进晚餐。

蒂德曼－克尔林－博尔特瑞斯合伙公司 (Tiedman, Kerlin, Boltres) 的乔治·博尔特瑞斯 (George Boltres) (纽约)

捐赠基金管理与研究公司 (Endowment Management & Research Corp.) 的威廉·伯特 (William Burt) (波士顿)

卡西迪投资公司 (Cassidy Investments) 的肯·卡西迪 (Ken Cassidy) (纽约)

威灵顿管理公司的安东尼·科普 (Anthony Cope) (波士顿)

账户管理公司 (Account Management) 的彼得·迪罗特 (Peter DeRoetth) (波士顿)

边界资本公司 (Frontier Capital) 的托马斯·邓肯 (Thomas Duncan) (波士顿)

米德格林联合公司 (Middlegreen Associates) 的查尔斯·弗拉瑟 (Charles Flather) (波士顿)

理查德·戈尔茨坦投资公司 (Richard Goldstein Investments) 的理查德·戈尔茨坦 (Richard Goldstein) (丹佛)

格鲁伯资本管理公司 (Gruber Capital Management) 的约翰·格鲁伯 (John Gruber) (旧金山)

卢米斯－塞尔斯合伙公司 (Loomis, Sayles & Co.) 的肯尼特·希布纳 (Kenneth Heebner) (波士顿)

阿德斯勒合伙公司 (Ardsley Partners) 的菲利普·亨普尔曼 (Philip Hempleman) (纽约)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赫尔曼—乔丹管理公司（Hellman，Jordan Management Co.）的爱德华·许布纳（Edward Huebner）（波士顿）

坚石监护人基金（Keystone Custodian Funds）的唐纳德·凯勒（Donald Keller）（波士顿）

奈特—贝恩—西恩—霍尔布鲁克公司（Knight，Bain，Seath & Holbrook）的戴维·奈特（David Knight）（多伦多）

第一联邦资产管理公司（One Federal Asset Management）的J.戴维·马塞（J.David Macey）（波士顿）

埃塞克斯投资管理公司（Essex Investment Management Co.）的约瑟夫·麦克尼（Joseph McNay）（波士顿）

威灵顿管理公司的厄恩斯特·冯·梅茨希（Ernst von Metzsch）（波士顿）

互助股份公司（Mutual Shares）的迈克尔·普赖斯（Michael Price）（纽约）

坎伯兰联合公司（Cumberland Associates）的奥斯卡·夏弗（Oscar Schafer）（纽约）

花旗银行（citibank）的阿尔伯特·斯特恩（Albert Stern）（纽约）

帕特南管理公司（Putnam Management）的马修·韦瑟比（Matthew Weatherbie）（波士顿）

在他最近出的一本书里，他还列举了一些他最喜爱的经纪人的名字：

约翰·亚当斯（John Adams）（亚当斯—哈克尼斯—希尔合伙公司 Adams，Harkness & Hill）

迈克·阿默里诺（Mike Armellino）（高盛，Goldman，Sachs）

史蒂夫·伯尔曼（Steve Berman）（康特证券公司，County Securities）

阿兰·博特尔（Allan Bortel）（希尔森—雷曼公司，Shearson Lehman）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔恩·伯克（Jon Burke）（罗宾逊－汉弗莱公司，Robinson Humphrey）

诺曼·卡利斯（Norm Caris）（摩根、奥姆斯泰德、肯尼迪和加德纳公司，Morgan，Olmstead，Kennedy & Gardner）

汤姆·科里法尼（Tom Clephane）（摩根士丹利）

阿尔特·戴维斯（Art Davis）（普雷斯科特－鲍尔－特本合伙公司，Prescott Ball & Turben）

唐·迪森查（Don DeScenza）（诺穆拉证券公司，Nomura Securities）

戴维·艾森伯格（David Eisenberg）（桑福德－伯恩斯坦公司，Sanford Bernstein）

杰里·埃珀森（Jerry Epperson）（惠特第一证券公司，Wheat First Securities）

乔·弗拉扎诺（Joe Frazzano）（奥本海默公司，Oppenheimer）

迪克·弗雷德里克（Dick Fredericks）（蒙哥马利证券公司）

乔纳森·盖利斯（Jonathan Gelles）（沃特海姆·施罗德公司，Wertheim Schroder）

简·吉尔戴（Jane Gilday）（麦金利·奥尔索普公司，McKinley Allsopp）

马吉·吉列姆（Maggie Gilliam）（第一波士顿公司）

汤姆·汉利（Tom Hanley）（所罗门兄弟公司）

赫布·哈特（Herb Hardt）（蒙尼斯－克莱斯皮－哈特合伙公司，Monness，Crespi，Hardt & Co.）

布莱恩·哈拉（Brian Harra）（布莱恩－默里－福斯特证券公司，Brean Murray，Foster Securities）

艾拉·赫希（Ira Hirsch）（第十四研究公司，Fourteen Research Corp.）

埃德·海曼（Ed Hyman）（塞勒斯·J. 劳伦斯公司，Cyrus J.Lawrence）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萨姆·伊萨里（Sam Isaly）（S. G. 华宝公司 S.G.Warburg）

李·伊斯戈尔（Lee Isgur）（潘恩·韦伯公司，Paine Webber）

罗伯特·约翰逊（Robert Johnson）（第一波士顿公司）

乔·乔尔森（Joe Jolson）（蒙哥马利证券公司）

保罗·凯莱赫（Paul Keleher）（W. H. 纽博尔德父子公司，W.H.Newbold's Son & Co.）

约翰·凯伦伊（John Kellenyi）（德崇证券，Drexel Burnham Lambert）

丹·李（Dan Lee）（德崇证券）

鲍勃·马洛尼（Bob Maloney）（伍德·甘迪公司，Wood Gundy）

彼得·马库斯（Peter Marcus）（潘恩·韦伯）

杰伊·梅尔策（Jay Meltzer）（高盛）

比尔·米勒（Bill Miller）（莱格·梅森公司，Legg Mason）

汤姆·皮特里（Tom Petrie）（第一波士顿公司）

拉里·雷德（Larry Rader）（美林）

汤姆·里克特（Tom Richter）（罗宾逊—汉弗莱公司，Robinson Humphrey）

比尔·里特格（Bill Ritger）（狄龙·里德公司，Dillon Reed）

艾略特·施兰（Elliot Schlang）（普雷斯科特—鲍尔—特本公司）

艾略特·施奈德（Elliot Schneider）（格兰塔尔公司，Gruntal）

里克·施奈德（Rick Schneider）（塞莱斯·J. 劳伦斯公司，Cyrus J.Lawrence）

唐·辛沙堡（Don Sinsabaugh）（斯威戈尔德—蔡费茨—辛沙堡公司，Swergold，Chefitz & Sionsabaugh）

斯坦·索尔伯格（Stein Soelberg）（拜尔德—帕特里克公司，Baird，Patrick）

奥克斯·斯伯尔丁（Oakes Spalding）（亚当斯—哈克尼斯—希尔公司）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯图尔特·斯佩克特（Stewart Spector）（富尔曼－塞尔兹－马杰－迪兹－伯尼公司 Furman Selz Mager Dietz & Birney）

约瑟夫·斯泰勒（Joseph Stechler）（斯泰勒公司，Stechler）

杰克·沙利文（Jack Sullivan）（范·卡斯珀公司，Van Kasper）

戴维·沃尔什（David Walsh）（贝尔斯登证券公司，Bear Stearns）

斯基普·韦尔斯（Skip Wells）（亚当斯—哈克尼斯—希尔公司）

林奇每天大部分时间都花在和上市公司联系上，或打电话或亲自登门拜访。他曾说过，他和他的助手每月都要将他们持有股票的大部分上市公司过一遍。这就意味着每月至少要完成近 2 000 次通话，假定每次通话时长 5 分钟，那么仅此一项工作每周就要打 40 个小时电话。

“当我真的去拜访一家公司时，我会尽量深入细致地调查：‘去年资本支出是 4.2 亿每月，今年又怎么样呢？去年折旧为 2.88 亿每月，今年又如何呢？’如果你的准备工作做得充分，那么管理层也就会更加配合你了”。

找到“大赢家”

林奇马不停蹄地在公司之间奔波，一刻不停地寻找、搜索。其首要目标是根据关键变量的变化找到“大赢家”。每次当他重新调查某家公司或行业时，他都能发现一些新的变化。过去一年都不景气，那不算多糟糕。他说，“甚至当一家公司刚从不景气上升到生意一般时，你都有钱可赚”。或许存货正在减少。他知道这往往意味着一些事情发生了变化——更有利的政策、新产品或新服务的推出。因此，他开始买进，不过，他不像 T·罗·普赖斯只购买某个板块中顶尖公司的股票，也不像沃伦·巴菲特只购买那些最有吸引力的便宜货，而是像吉姆·罗杰斯那样，一次购买整个股票板块：可能有几十只股票。然后，在这些股票上涨过程中，他可能会逐步卖掉一些，只留下他最看好的几只股票。

我要强调一点，林奇侧重的是“大赢家”。他声称如果其他投资者也能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打和他一样多的电话，那么他们也能像他那样及时发现一家公司经营状况的变化，并看到相同的买入机会。他经常说："你要时刻保持警觉。"

当然，林奇和多数投资者有许多不同之处，不然他们在投资上也能取得和林奇相同的成就。首先，林奇能掌握足够可靠的信息以迅速、从容地采取行动，用不着费工夫搜集到全部事实……只要多数时候正确就足够了。

林奇的第二项优势是，由于他已经持有了大量上市公司的股票，他只需要在这个股票清单中进行评估和筛选就可以选出要买进或卖出的股票，因此他能看到的投资机会比一般的投资者要多很多。多数基金经理认为，既然比竞争对手知道得越多越好，那么他们应该将精力集中在一个领域："价值型"股票，成长型股票，日本股票，资源型公司，保险公司，银行或其他，并尽量避免在选定的领域以外进行投资。但是当他们选定的领域出现泡沫时该怎么办呢？要知道时不时会出现这种情况。他们可能会继续在这个领域交易，从而将投资组合暴露在市场泡沫随时可能破灭的风险中，也可能转向那些他们认为股价被明显低估的板块，不过由于不太了解这个板块，他们很可能出现失误。

林奇的高明之处在于他随时准备着交易各种领域的所有股票，这种做法对基金经理的素质要求之高，就像一位二手珠宝商打算将业务同时扩大到名画、珍贵书籍、古地毯、钱币、贵重家具、名人手稿、铜版画、商用或居住房地产以及蔬菜批发时所经历的一样。拍卖行一般都可以鉴定各种各样的艺术品，不过他们每个部门——名画部、家具部等等——都聘请了相当多的鉴定专家。而林奇却是单兵作战，尽管他可以利用富达管理公司的研究资料，不过麦哲伦基金的所有投资决策都是由他独自做出的。

林奇身高 6 英尺多一点，身材修长，看起来很健壮，一头银发下面是一张苍白、轮廓分明、缺乏表情的脸，有点像安迪 · 沃赫尔（Andy Warhol）[①]，但又比后者英俊得多。他举止算不上优雅，但动作轻松自在。一身棕色斜纹软呢西装下面是黑色翼波状盖饰鞋，里面是一件领尖钉有纽扣的白色衬衣，脖子上打着一条红色编织领结，领结末端有一英尺距离。

① 安迪 · 沃赫尔（Andy Warhol，1928~1987）美国艺术家，美国流行艺术运动发起人和主要倡导者，原籍捷克，1962 年他因展出汤罐和布利洛肥皂盒"雕塑"而出名。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他语速很快，而且一讲起话来就滔滔不绝，还时不时蹦出一些非常口语化——甚至有些孩子气——的词儿："所以我对自己说，哎呀，我到底在干吗？"讲话时，他面带一丝微笑，同时还挥舞着双手，有时手里还捏着眼镜。他的嗓音很高，略带马萨诸塞（不一定是波士顿）口音。

林奇将他自己描述成一个典型的爱尔兰人，而且有些饶舌——当然，不是在工作场合。在回答问题时，他说不到一半就会脱离正题，不着边际地长篇大论，想到什么说什么，最后才意识到已经严重跑题了。在被问到最终想从事什么职业时，林奇说可能会去教书，这很容易让人相信。他有许多话要说，而且乐意永远讲下去——尤其是关于股票，尽管他也很喜欢聊马布尔黑德镇（Marblehead）和他在那里的房子的装修改造。

林奇希望谈自己的业绩：5 年，10 年，逐年。他指出，尽管在其管理下麦哲伦基金每股份额已经翻了 20 倍，但是在此期间曾出现过 8 次跌幅达 10%~30% 的下跌。每年在共同基金业绩排名中麦哲伦基金都能排到中上游，而且过去 11 年没有一年亏损。不过，由于 1987 年 10 月严重受挫，麦哲伦基金在到 1988 年 3 月 31 日截止的那一财年出现了 9.6% 的下跌，而同期道琼斯指数下跌了 10.9%。

林奇对工作的专注和执著是令人难以置信的，不过，非常奇怪的是，他在信仰和生活上却表现出一种谦虚平和、朴素率真的态度，这在我所见过的知名投资家中是十分少见的。天赋和执著背后通常都是有原因可循的：小时候遭遇了贫困或家庭不幸，或生理上的残疾，或社会地位的低下，或后来受到的命运的打击，鞭策他们发愤图强超越对手。林奇大概是受到了幼年丧父以及由此导致的家境衰落的影响，这助长了他的孤独感，并使他很早就开始为自己的命运操心。谁又知道到底是什么原因呢？而人们今天都忘记了过去在波士顿的爱尔兰天主教徒曾经都是什么样子。人们最熟悉的例子莫过于闯劲十足、富于冒险精神的肯尼迪家族。林奇提到，在他刚加入富达时，公司只有一两个职员不是"常青藤联盟"的毕业生！现在，林奇成了他们的榜样。同样的激励常会让一个优秀的人变得以自我为中心，刚愎自用，傲慢专横。不过，林奇却没有表现出一丝类似迹象。身边同事都称赞他为人处事态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度随和，不摆架子，而且他们大多从没有听到过他发脾气，他甚至很少提高嗓门说话。

家庭

林奇的妻子卡罗琳来自特拉华，两人在沃顿相遇。他们现在有三个孩子，全是女孩。我向他提起我也有三个女儿，而且非常满足。他点了点头，深情地说："拿两个男孩和10万股IBM的股票也休想换走我一个女儿。"

结婚后，林奇夫妇在波士顿许多地方都住过。1982年，他们在景色怡人的马布尔黑德镇买了一座大房子，并一直住在那里。这座房子看起来相当现代，而且在买来时里面刚刚完工。他们将房子内外重新改造装修了一番，增加了一些空间，并亲自动手做木工活为每个空房间装上老式木制品。

林奇的医生建议他每天散步——每小时4英里的速度即可——以锻炼身体。因此每天晚饭后，他和卡罗琳都要绕马布尔黑德镇步行40分钟。他觉得这种锻炼方法可以加速血液循环并让他感到精神百倍。

办公室

他的又大又乱的办公室位于富达大厦一个走廊的尽头，走廊两旁全是其他基金经理的办公室，后者管理的资产都比他少，办公室都没他的大，也不像他的那么乱。

林奇的办公室已经乱到了极点。靠窗户平列着两码长的报告，本周来的报告则分类堆放在前面。马尼拉纸扔了一地。办公桌上覆盖着几英寸厚的纸张和纸片，里面散落着60个黄色便笺簿。每个便笺簿封面都写着公司的名字：符合某种标准的公司，例如有令人感兴趣的内部人购买的公司；有问题要问到这家公司的高管；需要得到更多资料……诸如此类。我问他为什么不把这些黄色的便笺簿放在他桌子前面靠墙的架子上呢，这样更方便查找。他看起来有些困惑，从地板上捡起一份文件，看了一眼，说："如果这个家伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再打电话过来——他是一家公司的CEO——我想能立即和他谈谈我非常感兴趣的一些事情，因此我有必要把它放在这里。”我猜想他的意思是他伸手就可以找到他要找的东西，因为他很清楚什么东西“藏”在了什么地方。或许，这里我们所指的秩序不是一个概念，我建议的是一种人为制造的秩序，例如法式城堡的花园，而他的工作环境就像一个热带丛林，虽然在路人看来是杂乱无章的，但在上帝或博物学家眼里却秩序井然。

就连办公室的墙上也是乱糟糟的：他女儿的大幅照片（略有倾斜）、打印下来的资料、海报、加了框的股权证明。在这些图片里面隐约可见一部米黄色的电话，一侧是一排加了边框的家人照片。一台电脑放在旁边的桌子上，就像拔地而起的山峰。

在办公室，他与同事们的谈话简洁到了极点。时不时有人出现在门口，口里发出几十个音节。林奇低声回答一两句，那个人就消失了。这些对话听起来就像经过快放的20世纪20年代老电影的配音。

在调查之前投资

“流动性”也是林奇投资技巧的精髓——他调动投资组合让它们按照自己的想法流动起来。一旦他发现市场机会，他会毫不犹豫地采取行动，而不会等到经过再三研究后再做决定。当然，这要求当事人眼明心亮，凭着在市场上长期摸爬滚打的经验准确判断市场行情。大家对这种超凡脱俗的才干并不陌生：在萨拉曼卡（Salamanca），惠灵顿发现一直在和他平行强行军的马尔蒙（Marmont）正带领一支军队穿过峡谷向他迂回包抄过来。他意识到这是一个绝佳的战机。“感谢上帝！我们将干掉他们”，他叫道，并猛地收起望远镜，果断下达了战斗命令，最终在这里大败法国军队。还有尼罗河战役中的纳尔逊（Nelson）：经过几个月追踪，他发现法国军队的舰队停在一个海湾[①]，同时岸上有重兵防守。当时天快黑了。换了别人肯定会先派人去侦察敌情，制

① 1798年8月，纳尔逊在尼罗河的入海口阿布吉尔湾指挥英国分舰队歼灭了法国舰队。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

订一个详细的作战计划，然后再做一番部署。不过，纳尔逊当时一刻没有犹豫……借着微光，他大胆地从敌人未设防的一边切到海岸与敌舰之间，将船下了锚，因而可以痛击无助的法军，并在岸边的守军到达前将敌舰彻底击沉。

同样，林奇一旦看到某些股票行情不佳，也会立即采取行动。国内汽车制造公司的股票看起来比较便宜：他立即大量买进福特、克莱斯勒和通用汽车的股票。这些股票上涨后，他又买了一些国外汽车制造商的股票——沃尔沃、斯巴鲁（Subaru）、本田、雪铁龙以及菲亚特。其他领域可能也有了投资机会，于是他又从容地转向那些领域。德莱弗斯（Dreyfus）公司——一家著名的互助基金管理公司——在 1987 年 10 月的大崩溃中从 35 美元跌到 17 美元。市场担心基金管理业可能会从此陷入困境，但是账面上这只股票每股有 15 美元现金，而且由于德莱弗斯公司有一个实力强大的基金管理部门，因此它应该能够走出困境。因此，林奇购买了这只股票。他通常还持有许多他以后可能会感兴趣的公司的少量股票——他称之为“预备队”——这样会提醒他跟踪这些股票的表现。

由于林奇就像参加帆船比赛的选手，不断地改变航道以利用风向的微小变化，因此他的投资组合总是处在永不停息的变动之中。许多股票仅仅持有一两个月时间，而且平均来说，整个持股清单至少每年周转一遍。林奇觉得如果他的工作再做得更完美一些，那么基金投资组合的周转率将会更高。

机械地讲，这将带来许多有趣的问题。麦哲伦基金的投资组合大约持有 1 400 只股票；持仓量最大的 100 只股票占基金总资本的一半，持仓量最大的 200 只股票占 2/3。在一个典型的工作日，林奇的交易量可以达到 5 000 万美元。尽管交易量如此巨大，他却只有三位交易员：巴里·莱登（Barry Lyden）负责买进，罗伯特·伯恩斯（Robert Burns）负责抛售，而安妮塔·斯图尔特（Anita Stuart）则随时准备接替他们的工作。每位交易员的账簿上一般都有约 100 只股票；也就是说，林奇想买进 100 只股票，如果他能以足够低的价格买到这些股票，并卖掉 100 只股票，如果它们达到他设定的目标价格。他的交易员对价格极其敏感。如果股价向着不利于他们的方向运动，他们将停止挂单并等着行情回转，而不是像许多其他机构的交易员那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样总是一股脑地买进卖出。当盘口出现大量竞争性买单时，他一般会暂时将挂出去的买单全部撤掉，因为他认为等这些买单成交后股价再次下跌时再买更划算。在林奇所有的交易中，单笔交易超过 10 000 股比例不到 5%。（而许多机构的投资经理经常动不动就挂出 100 000 股的大单。）

林奇的策略是从许多投资者认为是很小的价格异常中获取利润。在麦哲伦基金投资组合所持有或计划持有的庞大股票清单中，每天都能找到几十只他认为已经被高估的股票以及几十只被市场低估的股票，这时他会果断地卖掉前者并买进后者。在这一点上，林奇的做法和其他大多数投资者有天壤之别，他更像是一位做市商。一位典型的做市商通常负责为一二十只股票提供流动性，他们已经完全掌握了这些股票波动的节奏，不断买进卖出，来回交易，日复一日，年复一年，最后积少成多，获益颇丰。不过，林奇和做市商最大的差别在于，大多数做市商最多只负责交易 20 或 30 只股票，而林奇却要同时兼顾几千只股票。

林奇相信一条古老的交易准则：如果你因预期发生某件事而购买了一只股票，而这件事又没有发生，那么你最好还是趁早卖掉它。对于这一思想，华尔街有一种带有讽刺意味的表述方式："投机不成功才会变成投资"。你买股票是基于某种预期，而你的预期并没有实现，这意味着你当初不该买这只股票。因此现在你实在没有理由继续持有这只股票，而应该尽快全部卖掉它。林奇说他经常过早抛售股票。"不过，你没有持有的股票的上涨不会对你造成伤害。只有你持有的股票才能让你破产"。

"我一次会买进多只股票，但其中的 3/4 会在 3 个月内被卖掉。因此如果我看好 10 只股票，我会全部买进，然后继续对这些股票进行跟踪研究。或许我以后会喜欢其中的大部分股票，但我只会留下最看好的几只，并增加它们的头寸。而且上市公司的情况也随时在变：面临的市场竞争加剧，一个有问题的工厂可能已经被卖掉或关闭，一个有竞争力的工厂发生了火灾。因此如果你保持警觉，那么你会发现基本面正在发生某种变化"。

"即使公司的基本面没变，其股票也可能会从 20 美元跌到 16 美元。或许我已经以 20 美元的价格买了 10 000 股，那么这时我会以 16 美元的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再买 100 000 股。如果我拜访 10 家公司，那么我可能发现一家比较感兴趣的。如果拜访 20 家，我可能发现两家。依此类推，40 家能发现 4 家，100 家能发现 10 家。如果别人也能像我那样拜访那么多公司，我想他们十有八九能发现和我一样多的买入机会。在投资这一行，你必须做一个好听众。当然，你可能不能在第一次公司拜访后就做出决定。买入机会可能会出现在你第一次拜访后的一到两年内"。

个人投资者相对于职业投资者的优势

林奇说，当消费者购置重要商品（例如炉子）时，他会事先认真调查研究一番。他向使用过这类产品的朋友咨询，并在《消费者报告》中查询比较。同样的，他在买房子时会带懂建筑的人一起检查管道和线路，并打听当地的学校风气如何。但是在购买股票时，他却经常根据小道消息行动，根本不做任何调查研究。

不过，按理说，个人投资者相对于那些以投资为职业的人"应该"有"一种令人难以置信的优势"。他有的是时间，完全可以从容不迫、全神贯注地做一番调查研究。如果没有把握，他可以先按兵不动；而一旦买入，他也不用急着把股票卖掉，就像买房子一样。不过，如果他每月或每周都不得不做交易，他恐怕就没那么气定神闲了。

同样，林奇建议个人投资者留心记下他们在日常生活发现的比较出色的零售产品、服务以及食品提供商。他举了自己亲身经历的例子：塔可钟连锁[①]、沃尔沃、苹果电脑、邓肯多纳圈连锁店（Dunkin's Donuts)、一号进口码头公司[②]，以及恒适公司（Hanes）[③]。

---

① 塔可钟（Teco Bell)，美国一家专门经营塔可饼（Teco，玉米面肉卷，一种墨西哥风格的快餐食品）的快餐连锁店。——译者注

② 一号码头进口公司（Pier 1 Imports）成立于 1962 年，是北美领先的时尚家居零售商，在全球有超过 1 000 家商店。——译者注

③ 美国著名的内衣公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意外的成功

买房者经常对其意外获得的成功感到惊讶不已。你以合适的价格买了一处房产，不久这处房产开始升值，你什么都没做，它进一步升值。林奇说他在股票投资上的经历和大多数买房者的经历类似：最好的结果都来自于一连串的惊喜之后。他在买进某只股票时并没有特别的长期目标。这只股票开始上涨；一切看起来都很好，因此他继续持有；随后它涨得更高。例如，当福特汽车公司 1981 年宣布取消分红时，林奇买进了它的股票，并一直持有到现在。他在 10 年前买进了优利系统公司（Unisys）的股票，7 年前买进了克莱斯勒的股票。在买进克莱斯勒的股票 9 个月后，他意识到情况比原先预料的要好得多。他购买了 Stop & Shop 超市公司的股票；不久就传出了对这只股票有利的消息，随后，这只股票逐渐上涨，最后竟然翻了 20 倍。这只让林奇大赚了一笔的股票一直在给他带来惊喜。相反，当他听到某个“故事”的第一反应是感到惊喜并据此进行投资时，一般都会亏钱。事情很少会按照人们希望的方向发展。

打听竞争对手的情况

林奇偏好的一种方法也是大多数精明的投资者所喜欢的：向正在拜访的公司管理人员打听他的竞争对手的情况。一家公司被竞争对手贬低没有什么好奇怪的，但如果竞争对手也为它说好话，那么就值得注意了。例如，其他钢铁公司都称赞纳克公司（Nucor)：技术新、人员新、经营得当。林奇拜访了这家公司，并购买了它的股票。没有人比一家公司的竞争对手更了解这家公司，因为其竞争对手为了超过它每天都在研制新产品，争夺市场份额。在和上市公司管理者打交道时，约翰 · 坦普尔敦问得最多的一句话是：“如果你不在现在的公司工作了，那么你最愿意去哪家公司？”一次，林奇去拜访联合旅馆公司（United Inns），该公司管理层在谈到他们的一个竞争对手——拉昆塔旅馆管理公司（LaQuinta Motor Inns）——时所表现出来的尊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重给他留下了深刻的印象。第二天他给拉昆塔公司打了电话。不久，他又亲自登门拜访，并在几周内将麦哲伦基金 3% 的资本买成了这家公司的股票。

向经理们打听其他公司情况还可以有额外的收获：发现关于这家公司上游或下游厂商的投资思路。如果一家建筑公司的管理层认为销售情况好于普遍预期，那么林奇会想到林产品、水泥、石膏或屋顶材料。

在拜访西尔斯－罗巴克百货公司时，他可能发现地毯的销量提高了。在考查一家零售商时，也许他会发现鞋类商品销售不畅，但是帆布胶底运动鞋的销售却非常火暴。那么应该如何利用这种机会呢？一家儿童皮鞋制造商阔步公司（Stride-Rite）收购了优耐陆公司（Uniroyal）的斯佩里部门（Sperry Division），从而得到了 Topsiders 品牌。不过，对阔步公司真正重要的是凯兹（Keds）品牌，凯兹是这次交易的一部分，后来阔步公司一半以上的盈利都是由它贡献的。林奇说没能发现锐步（Reebok）是他终生的遗憾，不过“我接着说：‘嘿，这次我参与了整个过程，没什么好遗憾了。’失之东隅，收之桑榆，好东西总是层出不穷的。你真的应该学会如何发现它们”。因此他买进了阔步公司的股票，狠赚了一笔。

林奇指出，告诉你“故事”的那个人到底知道多少至关重要。如果一家钢铁公司的主管告诉你钢铁行业的经营状况得到了显著改善，那么这个消息就非常值得重视。但是如果他告诉你光导纤维行业前景十分看好，那么或许你最好还是找真正懂行的人确认一下。奇怪的是，多数投资者竟然宁愿相信外行提供的小道消息，也不愿相信真正懂行人的忠告或自己的判断力。

内部人购买①

当林奇发现一家公司的内部人员在大量购买自己公司的股票时，他一定会探个究竟。他指出，有多种原因会让公司内部人员出售他所持有的自己公司的股票。他可能要买房子或需要现金以执行股票期权。但是内部人买进

① 上市公司的董事、管理人员或其他雇员以个人身份购买自己公司的股票被称为内部人购买（insider buying）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己公司的股票只可能是出于一种原因：赚钱。可以放心地假定，只有当内部人所看到的一切让他有足够理由对自己公司未来的前景充满信心时，他才会买进股票。林奇指出一家有大量内部人购买的公司破产的可能性很小。他尤其喜欢看到一只长期低迷的股票正在被公司中层管理人员——而不是CEO——大量买进。

富达管理公司现在有一支专门的队伍跟踪内部人交易。他们从纽约股票交易所和美国证券交易委员会获取相关报告并加以提炼，整理出一份可以反映过去内部人交易情况的表格。这份内部人交易报告显示有85家公司存在内部人购买交易，有50家有内部人卖出交易——只有当一家公司的多位管理人员将他们所持有的大部分本公司股票都卖掉才值得关注。如果一位持有10 000股的经理为了买房子卖掉了1 000股，那就不值得关注。不过，如果他持有45 000股并卖掉了40 000股，而且这家公司的其他几位经理也大量抛售股票，那么就应该给予高度重视，最好能仔细研究一番，或许还有必要及时采取行动。

投资成长型公司

在林奇看来，增长性无疑是一家公司最重要的品质，而且成长型股票在麦哲伦基金的投资组合所占的比重是最大。然而，对他来说，成长型公司并非唯一一种具有投资价值的公司。所有股票都有可能在某个阶段被市场低估或高估，从而可以相应地买进或卖出。不过，就成长型股票而言，林奇最看重的指标是销量增长，而不是盈利增长。成长股投资的倡导者T·罗·普赖斯主要寻找那些正处于商业周期景气阶段、报告盈利较高的公司。不过，高盈利可能是由产品提价或原材料成本暂时性降低造成的。因此，林奇非常重视每季度以及每年实际销量的增长情况。①

① 上市公司年报可能说明也可能不说明该公司的销售量（unit sales）。在过去，如果年报没有给出销售量的数据，证券分析师有时可能会亲自跑到工厂去数拖拉机或其他产品从库房运出的数量。今天，这种做法基本上是不可行了。我自己的公司跟踪销售量主要是通过利用年报中的有关数据去乘两个财务比率：销售的留存营运利润率（retained operating margin on sales）和总营运资产周转率（turnover rate of gross operating assets）……后者衡量的是完成每美元销售额所需要的资本量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“在市场中赚钱的最佳方式之一是投资那些已经连续两年盈利而且盈利仍在增长的市值较小的成长型公司。”林奇说。

小亏大赚

林奇提到了一个大多数投机者都心知肚明的观点——投资者要尽量避免大的损失，而且多次小的亏损完全可以由一次大赚弥补回来。不过，那些将资金委托给别人管理的人却经常忽视这个原则。这个心理过程是这样的：一位百万美元信托账户的受益人收到了信托公司送过来的账户报告。他发现许多几年前还只值 30 000 美元或 40 000 美元的股票现在已经涨到了 100 000 美元或 130 000 美元。不错：这是他向这家银行支付那么多的管理费所应该得到的。他继续往下看报告。随后他看到了一幕令人沮丧的景象：他所持有美国某某公司的股票从 60 000 美元缩水到了 35 000 美元！太可恶了！亏掉的那 25 000 美元本来可以给他妻子买一辆凯迪拉克，他妻子曾向他提出过这种要求，但被他拒绝了！怎么会有人向这种连垃圾股票都买的骗子信托公司支付管理费呢？可恶！

表 3　5 只假想股票的总的结果

亏损	利润	总的结果
\$100 − 75% = \$25 \$100 − 75% = \$25 \$100− 75% =\$25	\$100+20% = \$120 \$100+900% = \$1 000	
\$300 → \$75	\$200 → \$1 120	\$500 → \$1 195

完全可以理解，“骗子”信托公司对此的反应是更加谨慎保守，再也不敢碰那些风险较高——收益也可能更大——的股票。不过，林奇指出，这样做对信托公司和受益人都没有好处。“如果你持有 5 只股票，其中有 3 只下跌了 75%，1 只翻了 10 倍，还有 1 只涨了 20%，那么这 5 只股票的总体表现还是相当令人满意的……这点简单计算一下就知道了；你在那只翻了 10 倍的股票上所赚的钱足够弥补在 3 只亏损股票上的损失。”计算过程是这样的，假设 5 只股票的投资额均为 100 美元：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇进一步指出投资小盘股往往比投资大盘股能获得更高的收益率。与美国股票交易所一支小盘股相比，道琼斯工业指数的成分股翻 3 倍的概率要小得多。

高增长，高市盈率

林奇指出高市盈率的股票可能比低市盈率的股票跌得更惨。不过，如果你掌握了一些真实情况，那么 1 只高市盈率股票更有赚头，假设这家公司确实能支持这么高的市盈率水平。为了说明这点，他举了一个例子：假设一家公司每股盈利为 1 美元，市盈率为 20 倍，也就是股价为 20 美元；而另一家公司每股盈利也是 1 美元，市盈率却只有 10 倍，也就是说股价为 10 美元。另外，前者盈利增长率为 20%，而后者只有 10%。那么，一年后，第一家公司每股盈利为 1.20 美元，第二家公司为 1.10 美元。到了第十年，第一家公司每股将有 6.19 美元的盈利，而且如果市盈率仍然为 20 倍的话，其股价将达到 123.80 美元。如果像过去通常发生的那样，这只股票的市盈率降到了 15 倍，那么其股价将为 92.85 美元。

不过，那家盈利增长率为 10% 的公司此时每股盈利只有 2.59 美元，也就是说即使市盈率保持不变，其股价也只有 25.90 美元——股价只有那家高盈利增长率公司的 1/4。

“耳语”股票

林奇发现那些激动人心却没有盈利的公司是最大的陷阱之一。他记得曾买过几十只那种——如果那个“故事”能实现——他有可能获得 1 000% 收益的股票，结果每次都赔得很惨。不过，事情并未到此为止。美妙动人的“故事”又出现了——正如他所说，“只有嗞嗞声，没有牛排”——而他还会上钩，然后又一次蒙受损失。

彼得 · 林奇为一种常见的投资概念杜撰了一个名字：“耳语”股票（whisper

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

stock)。他所说的耳语股票指他的消息来源——不然会可靠些——通常会压低声音向他推荐的股票，说："我有一家不错的公司，但是盘子太小不适合基金投资，不过或许你可以考虑用个人账户做些投资。"

这位可靠消息的提供者接着会推荐一只令人难以抗拒的、如果他讲的"故事"实现你就可以大赚一笔的股票：生物反应公司（Bioresponse），这家公司正在从奶牛血清中提取抗体；史密斯生物公司（Smith Labs），它已经从木瓜中分离出了治疗腰椎间盘突出的药物成分，等等。他还提到了阿罕勃拉矿业公司（Alhambra Mines）、美国太阳能之王公司（American Solar King）、美国手术中心公司（American Surgery Centers）、阿斯贝特克实业公司（Asbetec Industries）、伯马公司（Bowmar）、商业拨号公司（Comdial）、集成电路公司（Integrated Circuits）、向量图形微型计算机公司（Vector Graphics Microcomputers）、国家健康中心（National Health Care）、远程视频公司（Televideo）、泰龙公司（Trion）、普里阿摩斯公司（Priam）以及太阳世界航空公司（Sun World Airways）。林奇声称他无一例外都在这些概念上亏了钱。

"分散化"

林奇会区别对待以下两种公司：一种公司聪明地将业务扩展到他们的知识与技能仍能派上用场的相关领域；而另一种公司则盲目收购那些他们控制不了的公司。总体而言，林奇觉得那些有多余现金的公司最好还是回购股票，而不是将业务盲目扩张到他们可能会遇到麻烦的领域。

热门股

林奇说，他最怕碰到的是最热门行业中的最热门股票——那只在市场中最受欢迎的股票，那只所有投资者都在津津有味地谈论……但接着就崩溃了的股票。他列举了一些以前曾经非常热门的行业：电子表、房车、医

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疗保健机构、廉价墙到墙地毯公司、磁盘机、石油服务商——事实上还有静电复印。高增长无一例外会吸引来众多竞争对手，这时热门公司的好日子也就快要到头了。于是，利润率开始大幅跳水，财务压力逐渐显现，而且由于所有的证券分析师和投机家都在盯着它，其股价随时可能出现一泻千里似的崩溃。

投资简单的公司

作为一条简单的投资标准，林奇建议寻找那些低市盈率、盈利与权益之比在15%~20%之间、盈利与收益之比在10%左右的公司。另外，这家公司经营的业务还应该健康、易懂，不然最好还是将这家公司交给超人来经营。

不像其他许多投资者，林奇喜欢那种任何人都能经营的简单的公司。其他投资者一般都比较偏好那些处于竞争激烈的领域、有出色的管理层的顶尖公司，即所谓的“运动员型”公司——宝洁、3M、德州仪器、道氏化学、摩托罗拉等。这些公司经过几十年的打拼，已经打造了一支节俭、勤奋的管理团队，他们创造机会，争夺市场份额，并通过不断研制新产品来推动盈利增长。毫无疑问：这些都是那种你希望从祖辈起就持有的公司。不过，对林奇来说，问题在于你没必要只盯着那些特别出色的公司，你完全可以投资那些股价被低估而且不会在股价回升到应有水平之前就分崩离析的公司。用林奇的话讲，他要找到是这样的公司：如果这家公司被中等水平的管理层接手后，他们有足够信心可以在几年内维持公司正常运营。

管理层和业务哪个更重要？

总体而言，并非所有业务都能使公司像百时美或梅尔维尔那样连续20年保持盈利增长。如果有公司能做到这点，那么很有可能不是管理层的原因，而应该归功于公司业务本身。即使管理层是主要因素，林奇发现他几乎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有机会查明这点。"如果他们确实精明过人，那么即使他们听起来不像乔尼 · 卡森[①]那样机智幽默，我最终也应该能发现他们的精明之处。"

如果一家公司有所谓的"利基"作保护，那么就可以减轻人们对其管理层的担忧。所谓利基指一种独一无二或者至少特殊的东西。他列举了以下公司作为例子：霍华德堡公司（Fort Howard）[②]，这家公司利用回收过来的废旧纸张造纸，并在这个领域占主导地位；国际殡葬服务集团（Service Corporation International），这家殡仪馆连锁公司正在不断收购各地最好的殡仪馆；邓肯多纳圈连锁店，该公司在其简单得不能再简单的生意上越做越出色；瑞姬美发沙龙（Regis Salons），全美最大的专业美发沙龙连锁公司；以及在邮资计算器市场独领风骚的洛克维公司（Rockaway）。他有些出人意料地说，他梦寐以求的是那些处于低成长行业的成长型公司：你知道这背后一定有更深刻的原因。

这同样可以解释为什么林奇对科技股没有兴趣，因为他很清楚：这些公司可能真的不错，但是他理解不了它们的业务，因此他宁愿不赚这个钱。"我怎么知道一家公司制造的随机存储器是否比其他公司的好呢？"他问。有人可能会回答，的确有证券分析师在从事这方面的分析工作，但是，他们一般都是相关领域的专家。

没有禁区

在投资中，除了这个盲区，林奇几乎没有禁区。我们已经看到他曾买过殡仪馆连锁公司和汽车旅馆公司的股票；另外，他喜爱的许多公司的名字都可能令守旧的人惊慌不安。

---

① 乔尼 · 卡森（Johnny Carson，1925~2005），风靡全美的著名脱口秀主持人，曾经在NBC广播公司主持晚间娱乐节目《今晚》（*Tonight show*），其主持风格轻松幽默，是美国最受欢迎的节目主持人之一。——译者注

② 霍华德堡公司后来在一次杠杆收购中被私有化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饼干桶（Cracker Barrel）	活力小子——曼尼、摩和杰克（The Pep Boys——Manny，Moe & Jack）
国际乳品皇后（International Dairy Queen）	选购和省钱（Pic 'N' Save）
邓肯多纳圈	美味烘焙（Tasty Baking）
原装配件（Genuine Parts）	宝贝卷（Tootsie Roll）
拉昆塔	玩具反斗城（Toys 'R' Us）
鲁比快餐（Luby's Cafeterias）	WD40
国民卫生（National Sanitary）	

以上这些公司许多都比它们听起来可靠得多。"活力小子"——一家位于费城的汽车零部件供应商——事实上有着75年历史，而且发展势头良好，因此林奇看好这家公司也就不足为奇了。原装配件公司已经连续25年赢利，而且有着几十亿的市值。国际乳品皇后公司在全美有7 000家连锁店，并常用盈利回购股份。

林奇说他有一种优势，因为他的许多竞争对手都不是在寻找买进的理由。他们寻找的是不买进的理由：这家公司有工会；通用电气可能正在推出一种有竞争力的新产品，它们可能全部破产；诸如此类。许多偏见都可以让投资者对这些股票不屑一顾。"为了赚钱，你必须知别人所不知，为别人所不为，因为他们都是死脑筋"。

令人望而却步的公司

林奇指出有些公司确实不讨人喜欢，但其股价却非常有吸引力，因为大多数投资者都对它们敬而远之。举例时，他提到了国际殡葬服务集团，这家公司扩张了好几年，却一直被市场忽略，直到它拥有了全美国5%的殡仪馆。当华尔街注意到这只股票时，它已经翻了20倍。另外，他还提到了查尔斯·里弗·布里丁实验室（Charles River Breeding Labs）。这家公司在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波士顿投资圈备受推崇，它饲养供癌症实验的老鼠。还有一个例子是安全清洗公司（Safety-Kleen），该公司为加油站附近油腻的汽车零部件提供清洗服务，还经营工业废料管理及废油回收再炼业务。

去国外投资

美国以外许多国家的投资效率之低令人瞠目结舌。林奇讲到他曾访问过瑞典的一家大型经纪公司。令人称奇的是，这家公司竟然从来没有一个人拜访过离哥德堡市只有200英里的沃尔沃。在瑞典，沃尔沃的地位相当于IBM、通用汽车和通用电气。在英国，五六位分析师就可以在一个月内将全国各大公司拜访一遍。不过，这种情况在德国、法国或者中国香港、中国台湾不可能发生。

如果你不介意去国外投资的话，那么你有时能在国外市场上发现大打折扣的便宜货，因为有些国家或地区的金融市场实在是太缺乏效率了。

林奇在投资时没有禁区的概念，因此他到国外投资也是顺理成章的事。他只是简单地拿外国公司和国内同类公司比较一番，就可以确定他更偏好哪一家：福特、斯巴鲁还是沃尔沃（曾是他持股最多的一家公司）？宝洁还是联合利华？优耐陆还是米其林（Michelin）（他曾持有大量该公司股票并获利颇丰）。

荷兰阿克苏公司（AKZO）还是美国杜邦？“你可以在两者之间进行套利交易。考虑折旧，你可以确定厂房设备账户的总额，然后比较阿克苏公司和杜邦的年折旧率。如果阿克苏折旧率为4%而杜邦为2%，那么基本可以肯定阿克苏报告的利润是保守的”。

德国的公司所得税仍然高达50%，而同一时期其他许多国家的税负要低很多。因此德国将不得不削减税收，否则人们将去税负最轻的西班牙或爱尔兰投资建厂。从而可以预期，在其他因素没有太大变动的情况下，德国企业最终将报告更多的利润。

在瑞典，只有两家保险公司是上市公司。另外，从总体上看，同时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国保险业的联合损失率（combined ratios）正在得到改善，而保险费率却在提高，因此投资者可以期待全球保险业不久将出现繁荣。然而，报纸上却不断出现斯堪地亚集团（Skandia）业绩不佳的报道，而其原来的许多竞争对手都已经退出了这个行业。在斯堪地亚集团盈利的报告出来之前，这只股票一直没有上涨。林奇之前已经买了不少并最终获得了8~10倍的收益。

林奇说他在欧洲投资的成功率要远远高于美国。在欧洲股票市场，他在买进股票3个月后仍然会对其中一半的股票感到满意，而在美国这个数字只有1/4。"法国的经纪公司太恐怖了。"他说，"如果你对一家公司进行逐部门分析，你会发现你分析的结果和经纪公司给的资料根本对不上号。真不知道他们是用什么魔法变出的那些数字。"

在选择投资国家方面，林奇最感兴趣的是一些其他基金经理会感到不安从而不敢大量投资的国家。就拿意大利来说吧：它是世界上储蓄率最高的国家之一，而且在几年前才引入互助基金的概念——这将吸引大量资金入市。当林奇在米兰交易所买进IFI[①]时，其上市资产只包括它在菲亚特以及其他一些公司拥有的全部资产的40%。SIP——一家意大利电信公司——的股价只有每股现金流的1.5倍。换句话说，意大利上市公司便宜得出奇。

西班牙？他在西班牙电信公司（Telefonica）和西班牙电力公司（Endesa）持有大量股份。

墨西哥？他最看好墨西哥电信公司（Teléfonos de Mexico）。

当林奇买进德尔海兹食品（Del Haize Frèes）[②]的股票时，其市值竟然低于其子公司富德莲公司（Food Lion）——美国一家出类拔萃的超市公司——的价值。

林奇最热衷于在国外市场购买那些美国机构刚刚开始买进的股票。其

① LFI，意大利国际金融协会（Istituto Finanziario Industriale）。——译者注

② 德尔海兹公司全称为德尔海兹"利莲"集团（Delhaize Le Lion Group），总部位于比利时，是一家专门从事食品和日常用品零售业务的大型跨国集团。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中一些股票拥有庞大的市值，因此可以吸收大量投资。这个过程持续足够长一段时间后，当那些美国机构已经买进了大量股票时，林奇又开始考虑撤出了。

避免扎堆

他在国内股票市场购买股票时也坚持同样的原则。正如他所说："我不会购买那些已经被机构投资者大量持有的股票。如果你判断错了，而这只股票又有大量机构在这里'扎堆'，那么就会形成惨烈的'多杀多'局面。如果你判断正确了，那就没什么不同——这只股票最终仍会上涨。"

从这点上说，将市场当做整体来看时这种原则仍然成立。他喜欢看到市场上弥漫着忧虑情绪，用一句老话说就是市场"正陷入忧虑的深渊"。他指出，"市场上曾经因为以下事情产生过忧虑情绪：经济衰退、温室效应、总统大选、气候干旱。"在他看来，这意味着市场总是对的：当 1982 年事情糟糕到了极点时，市场正好处于底部。他曾经说过："市场风声鹤唳之时也正是你可以大有作为之时。"他曾在半导体工业遭遇困境时一口气买下了所有半导体公司的股票，当时他评论说："如果我是正确的，那么我将获得 400% 的收益，而如果我错了，我可能只损失 60%"。真是天赐良机！"这时只要你敢赌，你有可能获得 20 倍的收益，而你最多损失 100%。"

法则与简化

林奇极其蔑视许多——如果不是大多数——被当做股市成功捷径兜售的法则或公式。他从来不看那些被信托公司视如至宝的经济"评论"或行业分析报告，也不理会权威专家对经济形势和市场的分析预测。

顺理成章，他也不相信所谓的"现代投资组合理论"，这套故弄玄虚的理论实质上是说你不用理解你要投资的公司，不过你应该将它们分类并在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些大类之中选择投资目标。①

那么你相信趋势、动量②吗？“从来不信那一套。”林奇说，“我不介意股价是在上涨还是在下跌。”不过，有一个例外：把握住趋势反转的时机。这种策略对林奇非常有吸引力。他会在上市公司命运转好之前先进行少量投资，然后等股价反转时再逐步追加投资。

林奇一点也不关心上市公司的分红政策。用他自己的话说，“红利并不是我特别看重的东西”。

林奇说，一种可怕的错误投资策略是，仅仅因为一只股票下跌而买进它，这种做法又被称为抄底。如果6个月前市场认为某公司（Federated Fido）的股票值50美元，而现在其股价只有20美元，那么可以肯定这只股票是便宜货！但是它在跌到40美元、30美元时曾经也都是便宜货，而且这只股票就是跌到10美元可能还是便宜货。你要对股票的真正价值有一个清晰的概念，并只在股价偏离这个价值时再入市，而不是一看到股价处于阶段性低点就盲目抄底。

---

① 现代投资组合理论（modern portfolio theory）最早是由美国经济学家马科维茨于1952年系统地提出，该理论主要是用数量化方法确定最佳资产组合的基本模型。马科维茨主要用“均值方差模型”来衡量收益和风险（用收益率的方差表示）的关系，其最大的贡献是指出将有风险资产组合到一起，可以对冲掉部分风险而不降低平均的预期收益率。1952年夏普等人在此基础上提出了“资本资产定价模型”（CAPM），1976年罗斯又提出了“套利定价理论”（APT）。

现代投资组合理论的原理是在投资组合的收益和风险之间找到一个均衡点，即通过求解一个有约束的最优化问题，来找到风险一定时收益最大化或收益一定时风险最小化的最优投资组合。

其基本结论之一是“不要把所有的鸡蛋都放在一个篮子里”，即强调投资分散化。该理论以及“有效市场理论”（EMT）是分散化投资和指数化投资大行其道的理论基础。不过，该理论有其内在的局限性：假设过于严格，在实际应用中许多参数的数据无法直接获得，计算量过大，等等。因此，长期以来该理论一直为学术界和投资界所质疑。另外，虽然该理论已经诞生了几十年，但其在实际应用中所取得的成绩实属一般，而且到目前为止还没有办法检验其可靠性。——译者注

② 动量（momentum）即动量投资策略（momentum strategy），指买进过去表现好的股票而卖出过去表现差的股票，也即市场上常说的“追涨杀跌”，是一种顺趋势策略。与此相对的是反趋势投资策略，指购入过去表现不佳的个股同时卖出表现良好的个股。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真知灼见

林奇非常希望碰到这种情形：以 20 美元的价格买进 A 公司股票而没有买股价处于 30 美元的 B 公司股票，然后当 A 公司股票涨到 30 美元而 B 公司股票跌到 20 美元时，将持有的 A 公司股票卖掉并买进 B 公司股票。他指出几次小赚累计起来就是一次大赚："连续获得 6 次 30% 的收益就可以使投资翻近 5 倍。"他的技巧就是判断相对价值，并不是基于什么惊世骇俗的概念。"我从来没有做过大的决策，"他曾经说过，"我甚至从未想过要做出什么大决策。我宁愿每天做一两个小决策。"也就是说，每年几百次小决策。那样你不会犯什么大错误。相反，如果你每次都能比一般投资者做得要好一些，那么根据复利法则，长期来看你的收益将是非常惊人的。"但是你必须知道你何时是错的。然后将股票卖掉。我大多数股票都买错了"。

一年 15 分钟

"我每年花大约 15 分钟进行经济分析。"林奇说，"一开始入市时就认定某种经济形势是你在股市赔钱的原因之一。我每年也会花 15 分钟考虑股市的走向。但是整体沉溺于思考这些问题会让你很快破产。"

他发现那些基于经济预测的担忧尤其有害无益。"我们不做经济判断。"他曾说过，"我们这里没有人宣称经济即将出现衰退，因此你不能购买电力股，或者经济将出现繁荣，因此你应该购买高露洁公司（Colgate-Palmolive）的股票。没人打电话告诉我 1980 年和 1981 年将出现经济衰退。"

林奇注意到人们总是询问他对经济和股市的展望以及其他诸如此类的宏观问题。但是没人知道这些问题的答案。而且就是有人知道，像宝洁或高露洁这样的公司也不一定会受到这种经济波动的影响。不过，如果有人买了那些有内在问题的公司的股票，那么即使在经济景气时期他也可能亏得精光。

"谈论 6 个月的 GNP 过于虚无缥缈。帆布胶底运动鞋行业现在怎么样了？这才是真正的经济学"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权

他对期权、期货以及其他所谓的衍生工具不感兴趣。这些工具的交易成本非常高，大部分利润都被吞噬了。林奇指责期权市场抽走了曾一度投资到小公司的资金。期权市场是一个巨大、无用、昂贵的赌场，而这些资金本来是用来为那些真正需要钱的小公司和新公司提供融资的。（不过，林奇承认他在新上市公司上的投资记录着实不佳。作为例子，他常提到一家小型航空公司，他购买了这家公司大量股票，几乎达到了孤注一掷的地步，不过它却破产了。）

接管与杠杆收购①

"我得到所有关于接管的内部情报都是错误的。"林奇曾说过。他告诉我，他收到过两百个这样的情报，但无一属实。总体上，他对杠杆收购没有好感，因为它使公众投资者无法充分参与被收购公司股价的反弹。其逻辑是这样的：假设几家公司的股价都是 20 美元。随后由于市场整体下挫或由于利空传闻，它们的股票都跌到了 8 美元。这些公司中较差的几家公司的股价从此一蹶不振。不过，其中较好的公司得到了重组，股价开始反弹。接着管理层或者一些接管大师来了，他们发起要约收购，提出以 12 美元的价格收购股东手中的股票，而且有足够多的股东接受了这个提议，从而使这些新股东得以"逼走"②剩下的老股东。接管公司后，这些内部人开始变现公司资产以偿还债务或中饱私囊。但是如果这一切没有发生，那么这只股票或许能涨到 40 或 50 美元。因此原来的公众股东蒙受了不明不白的损失，无缘从股

① 接管（takeover）指通过股票收购或交换取得一家公司的控制权。接管可能是善意的，也可能是恶意。杠杆收购（Leveraged Buyout，简称 LBO）实质就是举债收购，指通过大量举债（一般占到总收购价的 70% 以上）来接管或控股一家公司。——译者注

② "逼走"（freeze out）指收购方在完成接管后向少数股股东施加压力，以收购其所持有的股票。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价反弹中受益！这种痛苦的经历更有可能发生在那些二流公司的股东身上：由于对像吉列（Gillette）、史得宁制药（Sterling Drug）或卡夫食品（Kraft）这样的明星公司感兴趣的投资者非常多，因此如果这些公司被接管，那么其股东有望得到一个公允的收购价格。

林奇还讥讽某些投资银行家——为了巨额佣金——总是会出示“公允意见”，以至于本来公允收购价为10美元，但是现在要降到8美元才是“公允”的。然而，不久前这只股票还值20美元，而且收购方非常清楚它以后肯定还能涨到20美元甚至更高，因此再往后看两三年，10美元的收购价真是公允的吗？

案头研究

林奇指出，尽管掌握上市公司的一些重要财务数据是很有必要的，但是资产负债表分析本身是不够的。“‘统计上非常便宜’的公司可能只是一个货真价实的陷阱。”他说，“账面价值具有不可救药的误导作用。比方说，你从可口可乐公司的资产负债表上看不到可口可乐商标的价值。还有，假设你发现了一家账面上有2 000亿美元资产而负债只有1亿美元的公司，祝贺你，不过不能排除这家公司资产实际只值5 000万美元的可能性。因此，事实上，甚至数字本身都具有强烈的主观性。”

“不过，”他说，“如果我买进的是一家有着漂亮资产负债表的公司的股票，那么我就有了某种优势。如果这家公司经营状况没有改善，那么我可能最多损失1/3的投资。但如果真的改善了，那么我就能大赚一笔。”

林奇说，他对个股的投资有好几次亏损殆尽，出现这种情况一般都是因为他没有提前注意到这家公司资产负债表上发生的变化。

计算机不是万能的

林奇相信计算机永远也取代不了一位优秀的分析师，理由是投资的真谛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在于发现那些好于市场预期的公司。要获得这方面的信息没有比打电话更快的了。事实上，仅仅和别人打同样的电话并得到同样的消息也是不够的。如果林奇给一家上市公司打电话得知其经营状况正在恶化，于是决定将其股票抛掉，那么要买股票的人可能也会给这家公司打电话并得到同样的消息。不过，只有非常了解那位公司高管的人才能听出弦外之音。“要知道，和你打交道的那些上市公司高管，有些始终非常乐观。而另一些则总是那么悲观，因此你会想到做空。接着你静下心来认真考虑这件事情，而这家公司的经营状况已经开始恶化了。计算机不会告诉你这种状况将持续一个月还是一年”。

资产配置

传统的信托公司在投资组合管理中会基于某种经济“概况”，将投资组合分成几类——周期性股票、公用事业股票，等等——并用电脑处理之，林奇对这种做法持完全否定态度，完全不会有意识地在股票和现金之间或各行业之间进行“资产配置”。

不过，他的确有一个颇具原创性的投资组合管理框架。按照不同的概念，他将所有股票分为 4 类。在他接管麦哲伦基金 3 年或 4 年之后，一位研究过林奇的投资组合的外部股东向他指出了每个股票分类实际上属于什么概念。他当初并非按照这个分类来购买股票的。

1. 成长型公司，他希望长期持有这些股票以获得 2 倍或 3 倍的投资收益。
2. 被低估的股票，“价值型”股票或者二线蓝筹股。在投资这类股票时，他希望能在短期内获得 1/3 的收益，然后果断撤出。
3. 暂时陷入困境和不景气周期的股票。
4. 防御性股票，他是将这些股票当做现金来持有的。如果市场上没有更好的投资机会，他会将闲置资金的大部分都投入到这些股票中。“在市场处于底部时，有些投资者持有的现金竟然占到了投资组合的 50%。当市场反弹时，这些投资者很可能会失去机会”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某种程度上，林奇真正要说的是，判断一只股票是否便宜比高谈阔论来年市场走势要实在得多。不过，如果大量股票都很便宜，或者事实上大多数股票都很便宜，那么接下来整个市场上的股票都会变得很便宜，反过来不一定成立。

林奇从来不持有现金或现金等价物，而是持有处于稳定行业、有高分红的防御性股票来代替它们。尽管这些股票在市场上涨时上涨速度滞后于大盘，但是它们很少会受到经济衰退的影响，而且在股市走熊时一般能够保持坚挺。这类股票在麦哲伦基金的投资组合中大约有 100~200 只：食品公司、广告代理商、电信和天然气公用事业公司、金融公司，以及零售公司。由于他并不指望在这类股票上赚太多收益，因此在他的投资组合中这类股票也是周转率最高的一类。"如果由于路演或其他原因，一只股票上涨得太快了，但是其基本面并没有发生太大变化，那么我会卖掉它并买进其他的防御性股票"。

建议

林奇愿意对来年股票市场的走势做出预测吗？答案是肯定的。一般情况下，成长型股票的平均市盈率在标准工业股票的平均市盈率的 1~2 倍之间波动。最近，成长型股票的市盈率和标准工业股的市盈率非常接近，因此成长型股票应该有很大的上涨空间。用林奇的话说："我认为你买进并持有一些优质、中等市值而且盈利增长速度略低些的股票要好些。"

伟大的成功需要什么？

总而言之，林奇对股票市场十分着迷，有时甚至到了着魔的程度。有篇文章曾经引用他妻子的话说，在他们第一次约会中——当时林奇还在沃顿金融学院读书——他从头到尾都在大谈股票和股票市场。的确，小时候的痴迷和执著是所有领域巨匠大师自我造就的关键：在奥运会上获得体操金牌，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际象棋上击败俄国人，像葛饰北斋（Hokusai）[1]或毕加索那样绘画，成为纽约城市芭蕾舞团（New York City Ballet）的明星，创办一家伟大的电脑公司。而林奇就是其中一员。伟大的成功通常需要一种痴迷和执著。换句话说，如果你对你所从事的事业尚未达到乐此不疲的程度，那么你就难以取得像样的成就，不管它是否值得如此投入。正如一句古老的法国格言所说，“La joie de l’esprit en fait la force”[2]：大意是，“精神上的欢乐能带来力量”。对投资的痴迷和执著就是林奇取得成功的秘密。

① 葛饰北斋（1760~1849），日本江户时代的浮世绘画家，葛饰派的创始人，其画风影响了后来的法国印象派。他笔名很多，如画狂人、春朗、宗理等，代表作有《富岳三十六景》、《北斋漫画》等。——编者注

② 翻译成英文是“The spirit’s joy gives it power.”（精神上的欢乐能带来力量）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The New Money Masters

第十一章

结论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要在股票市场上取得不俗业绩，基本上有三种途径：

1. 买进便宜股票并当这些股票的价格回升到合理区间时抛出：价值投资。

2. 购买那些盈利能够保持长期持续增长的公司的股票，并长期持有。

3. 发现一种全新的投资领域或投资方法。

极其便宜的股票通常都是些被市场抛弃或暂时没有被市场注意到的股票。市场常过分夸大利空消息的影响，因此如果一家上市公司由于经营受挫导致其未来各期分红均减少 1/4，那么市场的过激反应可能会使其股价下跌一半。所以，对价值投资者而言，有吸引力的股票往往就是那些被利空消息击垮的股票。如果利空消息是假的，那么就再好不过了，不过即使利空消息属实，也不一定是坏事。但是对于利好消息，情况则正好相反[①]，据此我的座右铭是："没有什么比成功更重要"[②]。

对于价值投资者而言，他们可以捕捉到的一种简单的买进—卖出节奏是周期为四年的基本股市循环——当然，这个循环的周期经常会短于或超过四年。当市场处于底部时，几乎所有股票都出奇的便宜，而当市场处于顶

① 即"如果利好消息是假的，那么就再糟糕不过了，不过即使利好消息属实，也不一定是好事。"——译者注

② 英文原文为"Nothing exceeds like success"，语出自法国小说家大仲马。这也是生活中那些被众人寄予厚望的人经常一败涂地的原因之一：他们其实并非像看起来那样优秀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部时，几乎所有股票都被严重高估。因此，那些看过我前一本书——《金融大师》的优秀的价值投资者经常按照这个四年周期来买进—卖出。在那本书中，那些顶尖的成长股投资者经常会一直持有那些表现优异的股票——有时甚至持有达几十年之久。不过在我着手准备本卷过程中，我发现今天投资大师们买进—卖出的周期要短多了：短到只有几个月，或者无论持有时间多久，只要股价达到目标价格水平就卖出。这些投资策略普通投资者难以效仿，而且无论如何都会提高交易成本。

前一卷所描述的成长股投资技巧对本卷中的投资大师来说仍然适用，不过他们所使用的价值投资技巧略有不同。总体而言，短线投资都是些小儿科，只不过是肥了经纪人；不过，今天价值投资者中的佼佼者仍然能够凭着经验和智慧化腐朽为神奇，利用短线投资取得极大成功。

搜索不懈的投资者

肖特 · 魁是一位远近闻名的猎手……他打猎的技巧是不停地搜索；也就是说，如果他射中了一只动物［用的是一种布什曼人（Bushman）[①] 制作的箭头很小而且涂有毒性不太大的毒药的箭］，又怀疑周围还有其他动物时，他会先不管那只受伤的动物，继续狩猎，射中一只又一只，当所有受伤的动物都快跑不动时，他会休息一会儿，然后循着踪迹找到它们。他几乎能找到所有被他射伤的动物，因为他的眼睛非常敏锐，能够发现动物在硬地甚至石头上路过时留下的蛛丝马迹；他还可以看出地上的落叶是被风吹乱的还是路过的动物弄乱的……[②]

① Bushman，居于西南非洲灌木丛林中以行猎为生的部族的人。——编者注

② 伊丽莎白 · 马歇尔 · 托马斯（Elizabeth Marshall Thomas），《无害的民族》（*The Harmless People*），纽约：阿尔弗雷德 · A · 科努夫出版集团（Alfred A. Knopf），1959。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在本书中发现的技巧可以被称做搜索不懈（relentless pursuit）：不断扫描股票市场寻找新的短线投资目标进行短期投资，而不是寻找长线投资目标并打算长期持有。传统的长线投资者——以沃伦·巴菲特、菲利普·费希尔、T·罗·普赖斯和拉尔夫·万格为代表——的投资风格与今天的"弯道滑雪"大师们——例如乔治·索罗斯、迈克尔·斯坦哈特、彼得·林奇和偶一为之的约翰·内夫——的投资风格有很大不同。以下列出了二者之间的一些区别：

那些搜索不懈型的投资者尽可能地在趋势反转时入市，并设定一个卖出股票的目标价位。这种方法只有那些技艺高超如肖特·魁的大师级投资高手才能运用自如。此外，这种做法伴随着投资组合的高换手率，而高换手率意味着高交易成本，除非有高超的交易技术。因此投资者应该始终遵循买弱卖强的原则。这要求要么有一位对价格高度敏感的经纪人，要么认真提交限价委托。

在一次"职业业余"（professional amateur）体验中，乔治·普林顿[①]曾在一支职业橄榄球队担任四分卫。他的任务很简单：从中间位置抢到球，然后转身将球递给跑过来的本方后卫。经过这么多年的训练，这支球队已经在速度和准确性上接近完美，以至于普林顿一开始根本无法在后卫跑过来之前将球准确地递到他手里。在与一流对手同场竞技时，你必须发挥得淋漓尽致，达到出神入化的境界。在投资中，索罗斯、斯坦哈特、林奇和内夫就是这么做的。而普通投资者很难达到这种水平，而如果他自不量力，过高估计自己的投资本领，那么他就可能会付出昂贵的代价。

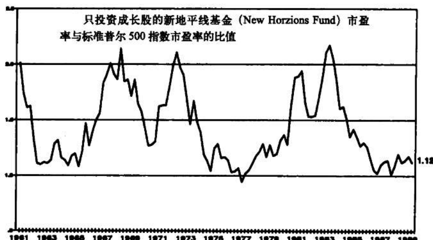
---

① 乔治·普林顿（George Plimpton，1927~2003），美国作家，曾亲自到一支橄榄球队底特律狮队的暑期集训营体验生活，并最终被获准作为该队的替补四分卫参加了一场正式比赛。他在自己的著作《疯狂王牌高手》（*Paper Lion*）一书中讲述了这个经历。后来这本书被拍成了同名电影。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4　长线投资者与搜索不懈交易者的投资风格比较

长线投资者	搜索不懈交易者
1. 把握长期趋势	把握稍大些的股价波动
2. 买进并长期持有	不停地换手
3. 不理会股价的短期下跌	在股价可能下跌前卖出
4. 如果股价被暂时高估，继续持有并等待盈利跟上来	如果股价被高估就抛出
5. 优先选择已经持有的股票，因为你熟悉它们	在所有股票中选择符合标准的股票
6. 将投资集中在少数几只股票上	投资非常分散
7. 有自己的投资观并坚持执行	没有固定的投资观
8. 对几只大盘股了如指掌	对许多股票都了解一二
9. 有自己的投资规则或法则	没有一定之规
10. 逐只股票投资	一次性买进一批同属于某概念的股票
11. 和上市公司管理层私交甚笃	不太在意管理层
12. 利用长期复利的魔力累计投资收益	做好每笔交易
13. 在买卖股票时不会对价格斤斤计较：对于一只持有 5~10 年的股票，差一丁半点的不算什么	在买和卖时都对股价高度敏感：交易次数多了，每次差额累计起来就非常惊人



图中曲线根据该基金投资组合平均市盈率与标准普尔 500 指数平均市盈率之比的历史数据绘制。其中每股盈利数据由该基金的投资顾问部门根据季度末相关数据估计得到。

图 4　成长股价值的一个度量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长还是价值?

今天成长股投资和价值投资哪种方法更有效呢?

总体上，成长型股票的平均市盈率在标准普尔 500 指数成分股平均市盈率的 1~2 倍之间振荡。在上页图 4 中，我们可以清楚地看出这种规律，其中市场上全部成长型股票由只投资成长股 T · 罗 · 普赖斯新地平线基金来代替。

1989 年年中，与债券或成长股相比，道琼斯指数的表现甚不尽如人意，正如林奇和内夫所说的，成长股比债券和标准工业股都更具投资价值。有理由相信，成长股的平均市盈率不久将上涨到道琼斯指数平均市盈率的 1.5 倍，而且早晚有可能达到道琼斯指数平均市盈率的 2.0 倍。

计算一只成长股的预期收益率不是一件容易的事。其中一种方法是估计该公司在未来若干年内的盈利水平，并假定此后的盈利降低到市场平均水平——“向均值回归”。然后，你计算看什么样的折现率可以将该公司未来每股盈利的现金流折现为这只股票现在的价格。这样就得到了这只股票的隐含收益率。就我计算的结果来看，市场上成长股的平均隐含收益率超过了 20%，远远超过短期国库券、长期债券或道琼斯指数。

一位严肃的投资者应该经常计算和比较各投资品种的隐含收益率，并在某种程度上根据比较结果制定投资策略。

发现趋势性变化

许多投资者——例如吉姆 · 罗杰斯和拉尔夫 · 万格——以及《金融大师》提到的 T · 罗 · 普赖斯和罗伯特 · 威尔逊一直在寻找他们可以利用的趋势性变化——“自上而下”的方法。普赖斯比较贴切地称之为寻找“适合生长的肥沃土壤”(fertile fields for growth)。他和另外那些投资者都提到过如何在日常生活中发现新的趋势。大街上出现了更多的日本摩托车? 光导纤维? 管道公司耗光了天然气储备? 政府政策出现了变化? 然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，投资者可以咨询业界消息灵通人士并开始着手对某些上市公司进行研究调查。

发现趋势性变化的另一种方法是林奇所采用的方法，他不断和公司管理层沟通，从他们那里了解他们公司或行业发生的变化——“自下而上”的方法（正如前面所提到的那样，他还建议投资者从平常观察到的产品或服务上获得投资主意，尽管这种做法对他来说只是一个“小插曲”）。这两种方法，无论采用哪一种，投资者都希望能比其他投资者早一步发现和利用市场上的趋势性变化。

新的投资领域

许多优秀的投资者都发展出了一种新的投资方法，这就像一位艺术品收藏家发现并开发了一个被人忽视了的收藏门类：美国稚拙艺术（naive art）、浮世绘、贝壳雕刻品、非洲雕塑、剪影、海地民间绘画，等等。

以下是一些例子。在 20 世纪 30 年代中期，大崩溃过后，普通股变得非常有吸引力，就是因为惊魂未定的受托人唯恐避之不及。一些投资者——例如保罗 · 卡伯特——就是基于这个简单的概念建立起了自己的金融帝国。接着，本杰明 · 格雷厄姆发现按照一系列法则购买便宜股票几乎不会亏损。几十年过去了，格雷厄姆的方法屡试不爽。他著书立说公开了自己所用的方法和投资业绩，但几乎没有人效仿他，直到我在《金融大师》中对这位大师进行了详细介绍，在此后的一段时间里格雷厄姆的追随者呈几何级数般增长，没过多久这个领域就人满为患。

T · 罗 · 普赖斯推广了“成长股”的概念使其深入人心并制定了一些购买成长股的原则。到 20 世纪 60 年代末，这种方法也变得过于流行，而且这类股票也被严重高估了。

菲利普 · 卡雷特和另外一些投资者专注于被忽视的 OTC 市场，并取得了巨大的成功。

第二次世界大战后，一些胆识过人的投资者意识到日本注定将成为工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业强国，而日本一些主要公司——相当于美国的GE、福特和保德信——的市盈率即使经过各种调整后也才到3~4倍。这些投资者大有斩获，因为他们知道这些公司的投资价值并按照自己的判断大量买进它们的股票。最近，其他一些投资者注意到了意大利的经济奇迹，而吉姆 · 罗杰斯则发现了许多新兴市场国家。

后来，臭名昭著的米尔肯先生发展了低信用等级公司（“垃圾”）债券市场，并赚了大钱。

换句话说，在过去一直有可能发现一些被忽视的技巧或投资领域。顺理成章，读者可能会问今天是否还有这样的机会。答案是肯定的，以下就是一些。

其中最明显的一个领域是做空，而且与资本利得相比，做空所得是免税的。我认为索罗斯是对的，蜂拥而至的杠杆收购大师们必将推动市场走得过远——1987年年中这种情况的确成了现实。1972~1973年类似的一群人将“一次决策”股票捧上了天，随后这些股票就从天上掉了下来。在索罗斯看来，杠杆收购造成的泡沫也将因杠杆收购而破灭。

当一家公司的市值远远超过一家有经验的私人公司——有别于经纪公司组织的委任企业同盟[①]——为购买同样的资产用于投资而愿意支付的价格时，那些深谙价值投资之道的人能够非常清楚地看出这一点。因此不久这只股票就会出现卖空的良机。（最好还是等到崩溃真的发生时再入市——正如我们在日本看到的，已经涨得过高的股价仍然能继续上涨。）

如果行情判断错误而且又持有过多空头头寸，那么卖空者就可能遭受惨重损失。就此而言，解决办法之一是采用格雷厄姆的分散投资方法。本杰明 · 格雷厄姆始终主张，为了降低投资风险，如果有可能，投资者应该同时买进符合标准的所有股票。这种方法可以降低“将所有的鸡蛋放在一个篮子里”的风险。因此反过来，在卖空那些被严重高估的股票时，投资者也应该尽可能地分散化。如果你在某只股票上的空头头寸占到了总投资组合的

① 委任企业同盟（blind pool）：一种公开招股但不说明将如何运用所融得资金的初创公司组织形式。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10% 而碰巧这只股票又翻了 5 倍，那么你就可能会变得极其不安并以为自己正好做反了。相反，如果你将在所有股票上的空头头寸的比例都降低到 1% 以内，那么你就能更从容地思考股市中的泡沫问题。

尽管如此，卖空也是一种令人提心吊胆的交易活动，即使专业人士也不能做到万无一失。然而，我认为未来将有越来越多的对冲基金从事这类交易。那些顶尖的做空大师看起来像是在和整个市场对着干，因此可以预期对冲基金的做空量将越来越大。

还有呢？农场曾经是一项主要的保守型投资。今天，在美国之外的许多国家仍然是这样。大部分美国农场以及向它们提供贷款的银行都在艰难度日。吉姆 · 罗杰斯已经评论了其他一些产业，但是如果农场完了，那么美国基本上也完了。因此农业必须变得更有吸引力，或者至少应该达到平均水平。不过，再次提醒一下，从经验来看，投资农业并非一件容易的事，只有那些经验丰富的投资专家才能胜任自如。购买未被利用的农业用地看起来是最安全的方法，不过不要经营农场。

总有一些行业，以前繁荣而且时髦，但现在却没那么受欢迎，以至于没有哪位谨慎的信托投资经理愿意考虑它们。曾经流行的东西以后还会再次流行起来，你可以将这种现象看成一种一般的规律，因此抱着一种开发的态度，你通常可以在这些领域发现投资机会。

投资艺术品可能也有利可图，不过，更确切地说，“艺术品收藏”是一种投机，而非投资。根据投资的定义，投资者应该能从基础资产的盈利中获得一个满意的回报，因此即使没有任何市场可以将这笔投资变现，它也是一笔合意的财产。如果你完全依靠时尚潮流的变化来推动这笔投资增值（或贬值），那么这就是投机。

国际化投资

如果美国投资机构大致按照世界上主要股票交易所的市值来分配资金投向，那么这些金融机构的投资组合将有一半以上的资金投资到国外股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场。感谢大国沙文主义，这种局面没有出现。不过，未来几年海外投资的比例肯定会上升，因此机构投资者应该继续扩大在国外股票市场的投资规模。如果你能刚好在这股潮流到来前就占据有利位置，那么你将稳赚一笔，而组建一只基金可以方便你在国外市场投资。人力资源比自然资源更重要，而从经济学的角度看最有发展潜力的国家都集中在环太平洋地区。华人是这一地区经济发展的主要推动力量，因此最好寻找那些华人比较多的国家或地区进行投资，例如可以考虑马来西亚和中国台湾地区。

另外，你还可以到那些已经被发现的经济增长最快的国家试一试。这里再次提醒一下，成立一只基金去投资可以更方便些。

投资机会：O=V–P

所有的投资机会都存在于价值与感知的差异之中［机会＝价值－感知，(Opportunity=Value–Perception)］。

因此无论采用何种策略，最重要的是你必须理解投资品的价值。当然，如果你打算购买某只股票，那么你就要从理解这家公司的基本数据（用金融业的行话说就是“数字”）着手。许多投资者和经纪人不知道他们所投资的上市公司的厂房设备平均使用时间，或者这些厂房设备的折旧率，或者公司利润率的变化情况，或者存活周转率与竞争对手相比较究竟怎么样。（似乎令人难以置信，但是大多数人甚至不看他们投资的公司的招股说明书和10-K 报表。）要学习分析公司的基本数据，投资者可以从按照吉姆 · 罗杰斯给出的样式制作总分析表开始，前提是他已经理解了这些数据是怎么得来的（当我进入这个行业时，人们通常会花几年时间学习制作行业总分析表。）除了这些数据外，从公司那里得来的第一手资料也很重要。那些无法抽出时间来做这些分析工作的投资者最好请人为他管理投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场时机的选择

靠预测市场大势涨跌进行投资如何？在这点上，大师们存在分歧。乔治·索罗斯、迈克尔·斯坦哈特、菲利普·卡雷特、约翰·内夫以及前一批大师中的沃伦·巴菲特和本杰明·格雷厄姆，能够而且的确在根据市场整体走势进行资产配置。而另一方面，彼得·林奇和拉尔夫·万格以及前一批大师中的菲利普·费希尔和约翰·邓普顿却相信这种策略通常无利可图。

因此，很明显，在这方面没有一定之规。

对于一个交易者——尤其是保证金交易者——来说，如果市场向对他不利的方向运行过远的话，他就会被彻底扫地出门，因此他别无选择：市场时机选择至关重要。不过，对于一位选股高手来说，这样做没有太大必要性。如果一个投资者确信某只股票将在 20 年内翻 20 倍，那么即使在此期间这只股票可能会时不时下跌 1/3，他也会决定一直持有它，而不屑于进行滚动操作以榨出额外的利润。像彼得·林奇或迈克尔·斯坦哈特这样的交易者可以通过不断地买低卖高而获得利润，但是一位出自 T·罗·普赖斯或菲利普·费希尔"学派"的长期投资者（以及现在的沃伦·巴菲特）会认为你这么做是太高估自己的能力了：或许你可以在阶段高位卖出，但是你可能经常会不能在这只股票反弹到原来水平之前进行及时补仓。

大多数优秀的股票分析师都是差劲的市场分析师，反之亦是，就像一个人很难既是优秀的击球手又是高明的投手一样，但是一位蹩脚的市场分析师完全靠股票分析也能取得成功。事实上，大盘处于谷底的最佳信号是市场许多股票都明显地被严重低估了。

如果你打算尝试一下市场时机选择，该从何处下手呢？首先，对比固定收益市场，估计一下股票市场现在所处的位置。例如，如果你在 1989 年年初买进了一篮子道琼斯工业指数的成分股，那么到年末你将获得大约 8% 的收益率。不过短期国库券和短期高等债券的收益率都在 9%~10% 之间，因此相比较而言，标准工业股票不那么具有吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，正如索罗斯所强调的那样，市场趋势有一种自我强化的力量。因此，即使你能够准确基本面，但是仍然不一定能把握住市场的节奏。对此，你应该有一定的心理准备。

投资互助基金如何？

你可能会得出结论：既然很难效仿大师们——例如，彼得 · 林奇或约翰 · 内夫——的投资技巧，那么投资者可以通过投资麦哲伦基金或温莎基金让他们代为理财；此外，还有米凯利斯的原始资本基金、万格的橡子基金、索罗斯的量子基金（专门针对外国人），等等。换句话说，选择一只或几只互助基金进行投资不是更好的解决方案吗？回答是肯定的。基金管理是生活中少数几个优质服务收费经常不比劣质服务高——有时甚至更低——的领域之一。但是今天基金的数量比我刚进人这个行业时在纽约股票交易挂牌交易的股票都多！那么，如何选择基金呢？

第一，你必须根据周期选择合适的基金。不要在成长股或科技股已经走出一段大行情后再购买大量投资这类股票的基金。换句话说，购买那些投资冷门行业的基金。很少有基金能持续数期超过市场平均水平。许多情况下都是某年领跑的基金到了下一年就落伍了。此外，“基金”的说法可能会引起误解：其背后一定有某人在主持大局。一定要弄清楚这个关键人物是否仍然在职，并做着他从前一直在做的事情。

对基金投资者来说，最危险的是在牛市即将结束时购买那些“热门”基金。本书以及前一本书都提到过几个这样的例子，其中包括杰里 · 蔡（Jerry Tsai）的曼哈顿基金——这只基金正好赶在1973~1974年股市崩溃前、投机狂潮达到顶峰时发行，当时这只基金所获得的认购量是有史以来最大的。在随后到来的股市崩溃中，这只基金所持有的大部分股票都出现了大幅下跌，有些甚至走向破产，因此这只基金遭受了灾难性的打击。本书关于乔治 · 米凯利斯的一章讲述了原始资本——一个由弗雷德 · 卡尔创建的“大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杂烩”——的沉浮，该基金曾让它的股东亏损惨重。①

第二，避免过多的费用。不要购买那些附加了承销费的基金。在购买封闭式基金时，只购买那些折价率等于或低于历史平均水平的封闭式基金。留意赎回费用和 12b-1 费用②，以及高换手率带来的交易成本：每年 25% 的换手率就已经够高了，而许多基金的换手率竟然 3 倍于此，这些费用是由你承担的。这种费用每年可以占到基金资本的 2%：只对经纪人有利，对股东并没有多少好处。

第三，那些优秀的规模较小的基金——比如说，规模 1 亿左右的基金——一般要比大型基金表现更出色。一只出类拔萃的基金在规模达到一定程度后往往会表现平平。因此你必须不断寻找新的基金经理。事实上，好的基金往往会变得规模过于庞大，这意味着投资者应该及早发现它，以避免错过其表现最好的时期。这点与发现好股票极其相似。但是要做到这一点并不

---

① 安德鲁 · 托拜厄斯（Andrew Tobias）在其近著《最佳投资指引》（*Still! The Only Investment Guide You'll Ever Need*）中提供了一种法则：

发现后起之秀

不过打败市场的方法不止一种。凭着独特的选股策略，两只极其成功的互助基金“二十世纪精选”和“二十世纪成长”长期在同类基金中保持着领先位置。如果一家上市公司的报告显示来自于持续经营的销售额和盈利在加速增长——不管原因是什么，也不管别人可能已经在报告发布前提前预测到了结果——这两只基金会果断地买进，而且不计较价格。另外，这两只基金完全不打算寻找那种被市场忽视的股票，相反它们只购买那些交易量呈上升趋势的股票。《福布斯》杂志谈到二十世纪公司的詹姆斯 · 斯托尔斯（James Stowers）时说，“他希望验证其他投资者也对这只股票感兴趣，而且他希望看到股价正在上涨。”“如果只有你了解这只股票，”《福布斯》杂志援引斯托尔斯的话说，“那么什么事情都不会发生。”或者，正如《福布斯》杂志引用约翰 · 梅纳德 · 凯恩斯（John Maynard Keynes）的话所说的那样：“在就选美比赛的结果打赌时，不要赌你认为最漂亮的那个女孩，而要赌别人认为最漂亮的。”

当然，如果你认同这个交易系统，那么或许你最好还是让二十世纪公司来为你执行它。

该书（读起来的确趣味横生）于 1987 年 10 月正式发行。一个月内“二十世纪成长”下跌了近 1/3，“二十世纪精选”下跌超过了 1/4。

② 1980 年美国证券交易委员会引入了 12b-1 规则，该规则允许开放式基金每年从基金资产中提取一定的费用，以弥补包括广告在内的各种销售费用，这种费用被称做 12b-1 费用。实际上，12b-1 费用是由基金的原有投资者承担的，也就是说，投资一只基金的时间越长，承担的 12b-1 费用越高。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

容易。投资者应该有一个候选名单，并仔细研究那些相对表现尚可的基金。

第四，良好的业绩最终会吸引过多资金。例如，随着彼得 · 林奇通过将一次又一次的小赚累计起来战胜市场，麦哲伦基金逐渐成长为一只巨型基金。在他接管麦哲伦基金后的前 7 年里，该基金的年复合收益率为 26%，基金规模也一直没超过 1 亿美元；在他管理麦哲伦基金的最后 5 年里，该基金的年复合收益率仅为 2.2%，而基金资产超过了 50 亿美元。

所有这些都需要仔细研究。许多服务机构都向你提供这方面的帮助：《福布斯》杂志和《理财》[①] 杂志等出版物发行的专刊，每月订阅服务，以及需要收费的个人投资顾问。如果你依靠的是这些杂志或期刊提供的有关资料——这是一种费用相对低廉的信息获取方式——那么为了确认，你还要亲自做许多工作。他们的建议只应该被看做线索，而不是解决方案。

我分析过由位于纽约的美国利宝银行（Republic National Bank）提供的基金选择服务，这家银行的投资部门在互助基金研究方面非常专业。这次分析采用了《华尔街日报》上一篇评论所给出的一种形式。我发现聘请利宝银行挑选基金管理公司的费用基本上抵消了由于选择了更好的基金公司所带来的好处，不过，这样做可以使投资分散化并为投资者带来心灵上的平静，而可以肯定地说，这些是有价值的。

除了业绩外，投资者应该如何评价一只基金的管理层呢？一个不错的途径是研究基金经理的季报和年报。这些报告通常都是夸夸其谈，不过读者在阅读拉尔夫 · 万格给橡子基金股东的信——或者乔治 · 米凯利斯给原始资本股东的信，或者沃伦 · 巴菲特给伯克希尔—哈撒韦公司股东的信时，很容易就会意识到这位基金经理确实对自己正在做的了如指掌。

当然，在某种情形下，通过基金进行投资几乎是不可避免的：投资那些你实际上难以投资的领域。这些领域包括远东地区以及高科技领域。很少有普通投资者知道如何到一个遥远的地方进行投资，也很少有人能轻松自如地在一个超出其经验范围的行业——例如，前沿科技——进行投资。本书所介

① 《理财》杂志（Money）是在美国时代集团旗下的个人投资理财杂志。据说，在美国，其发行量远远超过了另外两本知名度更大的财经杂志——《财富》和《福布斯》。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绍的大多数投资大师以及前一本书所介绍的投资大师——菲利普 · 费希尔例外——都承认不太懂高科技。这看起来的确是构成了一种市场无效率。因此我认为对大多数读者来说，一种有趣的方法是系统的成长股投资和价值投资由自己来做，而把特殊领域的投资交给专门的基金来做。

公司还是基金？

总而言之，我发现找到一家好公司和挑选出一只好基金一样容易，而且我认为对大多数投资者来说也是如此。此外，与一只基金相比较而言，一家好公司不会过分依赖某个人，不容易变得过于庞大，能将优势保持得更长一些，而且直接投资一只股票还可以节省基金管理费用。

证券分析介于科学与艺术之间，这类工作当然并不容易做，不过投资者可以将其简化成一种相当直截了当的形式——购买那些价格有吸引力的优质成长股。这里给出了几张图表仅供参考。（见 262-264 页图 5。）甄选、购买并跟踪几只这种股票并不比挑选几只优秀的基金更难。一家好公司有一种巨大的优势：它是一个完整的系统，拥有能干的管理层、优质的资产以及一个简单易懂的特许经营权。你不是在就某个人的风格押注。当然，你必须时刻留心公司本身不会出问题，不过一只基金也会出现这种情况。

稳定的增长

数据表明，所有基金经理加在一起的整体表现好于股票市场作为一个整体的表现，因此这似乎“验证”了那个古老的扑克牌笑话：“伙计们，玩牌时都认真些，那样我们大家或许都有赚头。”当然，这是不可能的。大多数投资组合没有跑赢大盘：作为一个整体，它们的表现和指数接近，不过，它们的投资业绩部分被数目可观的交易成本抵消了。然而，基金管理公司会将不成功的基金并入成功的基金，这样最后剩下的基金就可以有一个表现超常的业绩记录。在计算业绩时，那些失败的记录将被抹去。或许一种可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

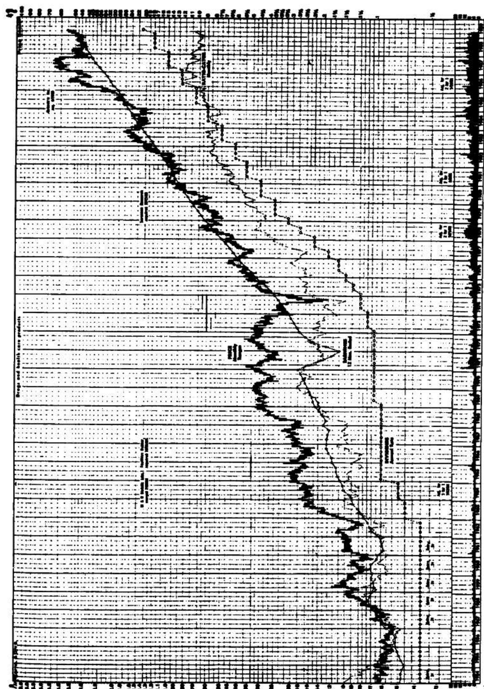


图 5A 成长型股票的例子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

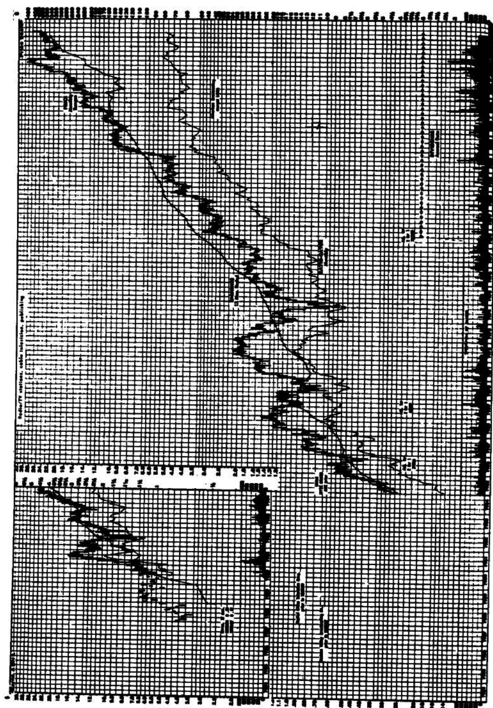


图 5B 成长型股票的例子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

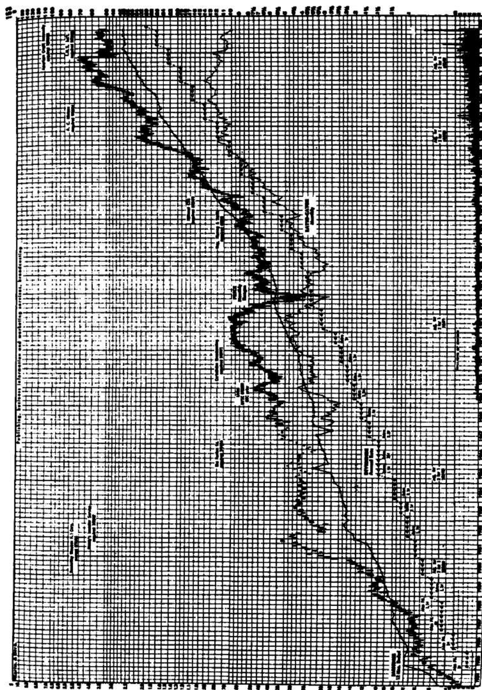


图 5C— 成长型股票的例子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5　彭尼塞沃的投资收益

年龄	缴费（美元）	年终价值（美元）
19	2 000	2 200
20	2 000	4 620
21	2 000	7 282
22	2 000	10 210
23	2 000	13 431
24	2 000	16 974
25	2 000	20 872
26	2 000	25 159
27	0	27 675
28	0	30 442
29	0	33 487
30	0	36 835
31	0	40 519
32	0	44 571
33	0	49 028
34	0	53 930
35	0	59 323
36	0	65 256
37	0	71 781
38	0	78 960
39	0	86 856
40	0	95 541
41	0	105 095
42	0	115 605
43	0	127 165
44	0	139 882
45	0	153 870
46	0	169 257
47	0	186 183
48	0	204 801
49	0	225 281
50	0	247 809
51	0	272 590
52	0	299 849
53	0	329 834
54	0	362 817
55	0	399 099
56	0	439 009
57	0	482 910
58	0	531 201
59	0	584 321
60	0	642 753
61	0	707 028
62	0	777 731
63	0	855 504
64	0	941 054
65	0	1 035 160

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与之相提并论的统计是：尽管你看到的大多数餐馆都是生意红火，但是全美国（以及纽约）有4/5的餐馆在开业第一年就关门大吉了。许多情况下都是，一家餐馆关门了，又一家餐馆在同一店面开业，你方唱罢我登场，直到最终有一家成功生存了下来。因此，当你看到现存的那些餐馆时，你总会得到一种餐饮业生意兴隆的假象，或许你还会感叹开餐馆真是太容易赚钱了。我们看到的那些“幸存”下来的基金时也会有这种印象。而且我前面提到过，基金还可以被重新分类：一只平庸的股票型基金可以被改造成一只优异的平衡型基金。

不管怎么说，保持长期稳定增长比几次优异表现更重要。一笔长期的、收益率保持稳定的投资可以为投资者带来惊人的收益。比方说，一个年轻人，不妨称之为彭尼塞沃（Pennysaver），连续8年每年在一只免税的IRA或养老金基金存入2 000美元；这笔投资的年复合增长率为10%，这样假设并不过分。表5展示了计算结果：到彭尼塞沃退休时，他已经身价百万。

不需要多高的收益率，长期的稳定增长就能让你最终富裕起来。而另外那种资本增殖方式，尤其是在时不时会出现资本大幅缩水的情况下，整个增殖过程可能会被彻底打乱；如果当资本缩水时你又急着用钱，那么毫无疑问你这笔投资将半途而废，前功尽弃。

因此，投资者在寻找表现优异的基金时，一定要重视基金收益增长的稳定性。世界上没有力量比复利更强大。

反向工程

本书读者应该能发现另一种合宜的技巧，即从那些被出色的基金经理推崇的股票中选择要购买的股票：利用大师们的智慧来过滤股票。基金经理也在不断互相审视彼此的投资组合，因此普通投资者完全可以效仿他们。当然，这样做还是有些不太光明正大。

你应该遵守以下几个原则：

1. 务必弄清楚这些基金经理是否真的非常出色。许多投资者将经纪公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大力推荐的某只股票或互助基金持仓汇编上所列示的某只基金重仓股视若至宝。不过，在专业人士看来恰恰相反，这些都是对这只股票不利的证据。有众多机构“扎堆”的股票处境极为不利。你应该找那些被两三位真正的大师持有的股票，而不是那些被一大群平庸的基金经理持有的股票。有许多服务机构[1]都提供这类资料。此外还可以向金融图书馆、银行或经纪公司索取资料，或留意投资出版物上的广告。不过，这些信息要比基金公司最新的报告滞后一些。

2. 仅仅将这样得到的股票清单当做初选后的股票清单。你还要从里面挑选出一些待选股票做进一步的研究。然后对这些股票做充分的研究。字斟句酌地阅读它们的报告。

3. 如果你知道该问些什么，就与你看好的上市公司联系，并向它的竞争对手和客户打听有关情况。当然，如果可能，最好能咨询一下这个行业的专家。

4. 确保这些股票值得长期投资，而不是只能用来做短线。拉尔夫 · 万格、沃伦 · 巴菲特以及乔治 · 米凯利斯通常买入股票并长期持有，彼得 · 林奇主要做短线，而约翰 · 内夫则两者都做。投资新手可以参考一只股票的盈利和分红图表。一流的长期成长股和正处于衰退时期的周期性股票看起来有非常明显的区别。

5. 一定要确保大师们正在补进或至少还没有减仓这些股票。除你以外还有许多投资者也在盯着这些大师的持仓变动，因此当某位大师抛售某只股票时，可能会在市场上引起强烈反响。如果他抛售的正是他长期看好的那只股票，问题可能会更严重。

6. 如果你不是职业投资者，那么最好还是专注于一两个投资领域：一类股票（低市盈率股、长期成长股、“利基”公司，等等）或一个行业（媒体、

---

[1] 包括：位于马里兰州罗克维尔市的CDA投资技术公司（CDA Investment Technologies, Inc.），位于纽约州纽约市的“杰出投资者”公司（Outstanding Investor），位于纽约州亨廷顿镇的H · F · 皮尔森联合公司（H.F.Pearson & Co.），位于纽约州布鲁特镇的13D研究公司（13D Research, Inc.），位于纽约州亨廷顿镇的威克斯股票研究公司（Vickers Stock Research Corp.）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费品、精细化工，等等）。和其他探测活动一样，选股是有竞争性的，因此这项工作本身有一定难度。专注可以提高成功的概率，因而可以使工作变得更容易些。

总而言之，对大多数投资者而言，对大师们的选择做一下“反向工程”不失为一种很好的选股方法。

投资是一门艺术

本书介绍到的大师无一使用学院派和业界所热衷的那些方法：回归分析、现代投资组合理论、行业配置、技术分析[①]，或高等数学。除了索罗斯以及——在某种程度上——斯坦哈特以外，前者的方法是独一无二且别人无法模仿的，其他一些大师都专注于具体的——而不是“总体的”和大的——概念，他们试图将那些本质上一般的、复杂的和棘手的概念化为具体的、简单的和易处理的概念。那些法则和抽象在现实世界不可能带来超常的收益。要想获得投资成功，你必须对你持有的所有股票了如指掌。因此着眼于特殊性；让别人为一般性、法则和简化忙去吧。

智者阿方索（Alfonso）曾谦虚地评论说，如果上帝创世时他在场，他会向上帝提出如何更好地安排宇宙秩序的建议。我要向上帝提的建议是，我们人类太容易被大得不着边际的概念诱惑了，尤其是在政治——人民的麻醉剂——方面，股票市场也是如此——行情曲线就像是人类的脑电图：我们对未来的希望和恐惧都反映在了这些上下起伏振荡的曲线上。然而，在大多数时候，沉溺于思考宽泛得难以捉摸的概念使我们无心考虑那些具体的和可知的概念。

---

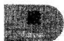
① 安德鲁 · 托拜厄斯讲到了一个有趣的“技术分析”故事。1986 年 12 月 6~7 日，在纽约沃尔多夫大酒店（Waldorf Astoria Hotel）曾举办过一个关于技术分析的研讨班，入场费是 600 美元。其中最有名气的一位讲师是诺曼 · 温斯基（Norman Winski），邀请函上介绍到他时说，“1975 年，他成为芝加哥期权交易所的会员和做市商，在 1976~1977 年的 18 个月的时间里，他成功地将 500 美元滚到了近 1 00 000 美元。”（托拜厄斯评论说一个人不可能不成功地做到这点。）这份邀请函忘了提一件事：1977 年 9 月——距这场著名的研讨班举行还有 10 年时间——温斯基破产了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，正如保罗·萨缪尔森所指出的那样，里根时代三个最突出的经济特征是高税收、巨大的贸易逆差以及高企的真实利率。不过，这三个特征事实没有一个在 1980 年被预测到。1987 年的大崩溃曾被普遍认为将使美国的经济增长止步——而事实上此后美国迎来了大繁荣时期。因此不要花太多时间预测下一年的 GNP。正如林奇所言，“帆布胶底运动鞋行业现在怎么样了？这才是真正的经济学”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本书试图为读者提供一个成功投资的指引。不过我最后要说的是：要理解这个过程，就像你理解医疗和政府一样，但是也不要过于勉强自己。损失最重的投资者通常都是那些做得过火以至于弄巧成拙的人。而且这样做实在没必要：即使是一个很小的增长率，长期保持下去也可以让你变得极其富有。

再说，财富目标定得过高——就是说超出你所需要的——实际上是不理性的。为了达到目的，你不得不放弃许多东西，而且即使你最终能如愿以偿，也不一定能过得比以前幸福。弥达斯就是被他渴求的金子给毁掉的。

莎士比亚说过，人的本性会被他所做的工作改变，就像印染工的手。而在追求巨额财富的过程中你会变成一个唯利是图的人。你看世界时两眼会闪烁着美元符号。

另外，任何被过分夸大的道德标准都会走向另一个极端，就像兴奋剂服用过量就会成为毒药一样，从过分贪婪转到清规戒律会毁掉一个家族的灵魂。拥有过多特权的富家子弟一般都缺乏生活目标，过得并不快乐。所得与所失孰多？

而且，拥有过多的财富也会妨碍正常的人际关系。人人都有所需。就高贵的罗斯柴尔德家族[①] 而言，据说他们基本上没有朋友，只有客户。事实

① 罗斯柴尔德家族，19世纪崛起于法国，后又控制世界黄金市场，曾经是欧洲各国政府财政依赖的对象，对欧洲的政治、经济产生过长达200年的巨大影响，成为犹太商人的成功代表。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，上帝造人就是为了让我们在你争我夺的喧嚣中体验快乐和艰辛，而巨额财富却在和我们玩捉迷藏的游戏。

慈善事业无疑是值得褒奖的，不过它们已经在相当大的程度上变成了一种政治行为：那位用从公众手里赚得的大笔金钱选择在某地而不是另一个地方建博物馆的大亨其实并没有创造新的美景，不过是在将其特权强加给社会而已。

一个理性的方法是，过一种有意义的生活，只将财富当做生活的“副产品”。幸福属于那些能够兼顾家庭、工作以及公民义务并知足常乐的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大师的投资习惯

THE NEW MONEY MASTERS

这部作品棒极了……特雷恩的《金融大师》我读过三遍，而这本书同样不容错过！

彼得·林奇

你所需要的投资智慧都在这本书里了！

《商业周刊》

如果你想知道投资大师们有什么绝招，这本书就是很好的教材，每一位积极的投资者都应该读一读。

《巴伦周刊》

特雷恩描写金融界故事的清晰明快的风格，让读者为之着迷。

《纽约时报》





上架建议：投资
ISBN 978-7-5086-1722-0
9 787508 617220 >
www.publish.citic.com
定价：36.00元